

Е.В. Будрина, А.С. Лебедева, Л.И. Рогавичене
УПРАВЛЕНИЕ ВЕНЧУРНЫМ БИЗНЕСОМ



Санкт-Петербург
2021

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ
ФЕДЕРАЦИИ

УНИВЕРСИТЕТ ИТМО

Е.В. Будрина, А.С. Лебедева, Л.И. Рогавичене
УПРАВЛЕНИЕ ВЕНЧУРНЫМ БИЗНЕСОМ

УЧЕБНОЕ ПОСОБИЕ

РЕКОМЕНДОВАНО К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В УНИВЕРСИТЕТЕ ИТМО
по направлению подготовки 27.03.05 Инноватика
в качестве учебного пособия для реализации основных профессиональных
образовательных программ высшего образования бакалавриата

 УНИВЕРСИТЕТ ИТМО

Санкт-Петербург
2021

Будрина Е.В., Лебедева А.С., Рогавичене Л.И., Управление венчурным бизнесом– СПб: Университет ИТМО, 2021. – 143 с.

Рецензент(ы):

Сергеева Ирина Григорьевна, доктор экономических наук, профессор, доцент (квалификационная категория "ординарный доцент") факультета технологического менеджмента и инноваций, Университета ИТМО.

В учебном пособии представлены комплексные материалы для обучения студентов бакалавриата по направлению подготовки 27.03.05 Инноватика, 38.03.02 Менеджмент, 38.03.01 Экономика, 27.03.03 Системный анализ и управление в рамках дисциплин, включающих связанные с венчурным бизнесом темы («Управление венчурным бизнесом», «Венчурное предпринимательство», «Венчурная деятельность» и т.п.). Последовательно раскрывается сущность и специфика венчурного бизнеса, изучается концепция его развития как в зарубежной, так и в отечественной практике, отражаются основные характеристики субъектов и объектов венчурной деятельности (бизнес-ангелов, венчурных фондов, патентных троллей, инновационных компаний). Особое внимание уделяется процессу финансирования и управления венчурными проектами, включая формы и источники финансирования на разных стадиях жизненного цикла инновационной компании, методику отбора проектов, структурирование сделки, мониторинг результатов и выход из проекта. Также учебное пособие содержит практические задания для закрепления теоретических знаний, вопросы для самопроверки и тестовые задания для проверки уровня освоения материала.



Университет ИТМО – ведущий вуз России в области информационных и фотонных технологий, один из немногих российских вузов, получивших в 2009 году статус национального исследовательского университета. С 2013 года Университет ИТМО – участник программы повышения конкурентоспособности российских университетов среди ведущих мировых научно-образовательных центров, известной как проект «5 в 100». Цель Университета ИТМО – становление исследовательского университета мирового уровня, предпринимательского по типу, ориентированного на интернационализацию всех направлений деятельности.

© Университет ИТМО, 2021

© Будрина Е.В., Лебедева А.С., Рогавичене Л.И., 2021

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
РАЗДЕЛ 1. СОДЕРЖАНИЕ И ФУНКЦИИ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА	8
1.1 Сущность, специфика и функции венчурного бизнеса	8
1.2 Концепция развития венчурного бизнеса	19
Вопросы для самопроверки	28
Тестовые задания к разделу 1	29
Практические задания к разделу 1	33
РАЗДЕЛ 2. ОРГАНИЗАЦИЯ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА	38
2.1 Характеристика субъектов венчурного бизнеса	38
2.2 Бизнес-ангелы	42
2.3 Венчурные фонды, патентные тролли	46
2.4 Объекты венчурного бизнеса	57
Вопросы для самопроверки	65
Тестовые задания к разделу 2	67
Практические задания к разделу 2	75
РАЗДЕЛ 3. ФИНАНСИРОВАНИЕ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА	81
3.1 Виды венчурного финансирования	81
3.2 Привлечение венчурного финансирования	89
Вопросы для самопроверки	96
Тестовые задания к разделу 3	97
Практические задания к разделу 3	103
РАЗДЕЛ 4. ТЕХНОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ВЕНЧУРНЫМИ ПРОЕКТАМИ. 105	
4.1 Венчурный проект: характеристика, технология управления	105
4.2 Методика отбора венчурных проектов	116
Вопросы для самопроверки	126
Тестовые задания к разделу 4	127
Практические задания к разделу 4	131
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	141
СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ	143

ВВЕДЕНИЕ

В постсоветское время рост рыночной экономики в России и усиление международной конкуренции требовали активного стимулирования развития инновационных высокотехнологичных компаний, в том числе посредством инвестиционных вложений. Однако существующих инструментов инвестирования было уже недостаточно, чтобы удовлетворить возникшую потребность. Как результат, отечественный рынок обратил свое внимание на уже распространённый к тому моменту во многих странах и эффективный инструмент взаимодействия инновационных компаний и инвесторов – венчурный бизнес. Со временем интерес к венчурному бизнесу или венчурному предпринимательству только усиливался, в том числе благодаря реализации государственных программ и различных стимулирующих мероприятий. В настоящий момент стимулирование венчурного бизнеса относится к одной из приоритетных задач государственной инновационной политики, так как является фактором роста конкурентоспособности отечественной экономики.

Открытие венчурных фондов и компаний, формирование особого типа частных инвесторов создали спрос на специалистов в сфере управления венчурным бизнесом, которые уже на ранних стадиях своей карьеры владеют необходимым инструментарием и способны принимать решения относительно объектов венчурного инвестирования, способов управления ими. Реакцией на этот спрос являются изменения в образовательных программах ведущих высших учебных заведений страны, которые заключаются в открытии специализаций и введении дисциплин, связанных с венчурным предпринимательством, в первую очередь, для таких направлений подготовки как менеджмент, экономика, инноватика. Так как венчурная деятельность является одним из наиболее сложных и рискованных направлений инвестирования, то ее изучение предполагает наличие базового уровня компетенций менеджмента, экономики и инноватики, что определяет ее, как дисциплину для магистратуры или бакалавриата старших курсов.

Однако данная дисциплина, как и само явление в РФ, являются достаточно молодыми, поэтому существует дефицит учебно-методической литературы для обучения специалистов в этой области. В связи с этим в обучении преимущественно используются заимствованные практики стран, в первую очередь, США, как первоисточника возникновения данного явления еще во второй половине XIX века. В действительности зарубежные практики должны быть адаптированы под отечественный рынок и его условия. В последнее время популярными становятся издания, написанные практикующими инвесторами. Они отражают результаты опыта инвесторов, их субъективный взгляд на ведение венчурного бизнеса, содержат рекомендации. Безусловно, обучение должно предполагать изучение опыта и различных мнений. Однако в большей степени подобные издания относятся к публицистической литературе, а не учебно-методической, и не дают целостного представления о предмете.

Данное учебное пособие отличается от немногих доступных для широко-

го круга читателей материалов системностью и комплексностью рассматриваемых вопросов, логически выстроенной с точки зрения обучения структурой и наличием практических материалов, позволяющих не только получить теоретические знания, но и овладеть необходимыми компетенциями в результате изучения дисциплины. При этом материалы пособия опираются на практические кейсы реальных компаний, актуальную терминологию, зарубежный и отечественный опыт развития венчурного бизнеса, что способствует достижению цели и задач дисциплины.

Целью изучения дисциплины «Управление венчурным бизнесом» является формирование базового комплекса знаний и компетенций, позволяющих выбирать и применять наиболее эффективные инструменты инвестирования в рискованные, наукоемкие проекты на разных стадиях их реализации с учетом внешних факторов, как со стороны венчурного капиталиста, так и со стороны предпринимателя, а также получение целостного представления о ведении венчурного бизнеса в РФ. Несомненно, чтобы стать успешным венчурным инвестором необходим значительный отраслевой и инвестиционный опыт. Однако уже на этапе обучения важно понять, насколько сфера привлекательна и интересна в качестве будущей профессии и рода деятельности.

К основным **задачам** дисциплины относятся:

- определение содержания, функций и специфики венчурного бизнеса в результате процесса его формирования, как экономического явления;
- выявление преимуществ и недостатков различных подходов и механизмов создания и развития культуры венчурного предпринимательства в различных странах, особенностей их применения в РФ;
- получение представлений о характеристиках, экосистеме и механизмах взаимодействия субъектов и объектов венчурного бизнеса;
- изучение теоретических основ венчурного финансирования инновационных проектов на разных стадиях их развития;
- развитие навыков привлечения венчурных инвестиций в проект;
- освоение методологического инструментария оценки и отбора инновационных проектов в целях получения высокого дохода от инвестиций и обеспечения качественного роста приоритетных направлений экономики страны.

Объект изучения дисциплины – юридические и физические лица, осуществляющие и являющиеся соискателями венчурных инвестиций.

Предметом дисциплины является комплекс отношений, возникающих между объектами и субъектами, а также государственными структурами в процессе обеспечения условий развития высокотехнологичного предпринимательства, стимулирования инновационной деятельности, формирования эффективных механизмов инвестирования и повышения инвестиционной привлекательности отечественного бизнеса.

Дисциплина направлена на получение и развитие следующих **компетенций**:

знать на уровне представления, воспроизведения, понимания:

- принципы и модели формирования венчурного бизнеса в зарубежной и

отечественной практике;

- специфику венчурного вида инвестирования;
- меры государственной поддержки венчурной деятельности;
- виды субъектов и объектов венчурной деятельности и их характеристики;

- механизм функционирования венчурных фондов;
- этапы жизненного цикла и финансирования венчурного проекта;
- терминологию ведения венчурного бизнеса;

уметь:

- обозначать роль венчурного бизнеса в экономике страны, с одной стороны, и роль государства в развитии венчурного бизнеса, с другой стороны;
- выявлять проблемы и перспективы венчурного бизнеса в РФ;
- выявлять тренды венчурного инвестирования;
- оценивать перспективы организации инновационной деятельности того или иного типа;
- оценивать целесообразность осуществления венчурного финансирования в той или иной форме;
- анализировать деятельность объекта венчурного бизнеса в процессе контроля и мониторинга;
- определять наиболее выгодные условия венчурной сделки, вариант выхода из проекта;
- выстраивать взаимоотношения с венчурным инвестором;

владеть:

- навыками обоснованного выбора источника венчурного инвестирования для проекта на основе анализа особенностей их привлечения;
- методикой отбора проектов для венчурного инвестирования;
- навыками оценки стоимости объекта инвестирования.

Основными вопросами дисциплины являются характеристика и отличительные черты венчурных капиталистов, сущность, виды и механизм функционирования венчурных фондов, принципы взаимодействия с бизнес-ангелами, этапы развития и экосистема различных типов организации венчурного бизнеса, особенности привлечения венчурного капитала и специфика стадий финансирования инновационных проектов, технология управления венчурными проектами с момента поиска каналов, отбора проектов и структурирования сделки до реализации стратегии выхода из проекта. Темы, отражающие концепцию и этапы возникновения венчурного бизнеса, важны для понимания сущности и основных принципов венчурного бизнеса на макро-и микроуровне.

Разнообразные формы практических заданий нацелены как на закрепление знаний основных понятий и терминологии, так и на формирование умений и навыков ведения венчурной деятельности. Практические задания усложняются по мере изучения вопросов, поэтому рекомендуется их последовательное выполнение. Следует понимать, что венчурная деятельность — это подвид инвестиционной, поэтому предполагается наличие базовых знаний и умений в сфере инвестиций, например, оценки экономической эффективности проектов.

Коллектив авторов благодарит редакционный коллектив издательства Университета ИТМО, а также студентов, принимавших активное участие на лекционных и практических занятиях по дисциплине, за вклад в подготовку данного учебного пособия.

Учебное пособие предназначено для использования в качестве методического материала для студентов академического и прикладного бакалавриата, обучающихся на направлениях подготовки «Менеджмент», «Экономика», «Инноватика», «Системный анализ и управление», «Управление в технических системах». Может быть использовано как источник литературы для студентов магистратуры соответствующих направлений подготовки, не имеющих базовых знаний в сфере венчурного управления. Учебное издание также представляет интерес для программ повышения квалификации, переподготовки, послевузовского образования, для предпринимателей, сотрудников компаний, связанных с инновационной деятельностью, а также для специалистов юридической, технической и иных сфер, привлекаемых для экспертизы проектов в процессе венчурной деятельности.

РАЗДЕЛ 1. СОДЕРЖАНИЕ И ФУНКЦИИ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА

1.1 Сущность, специфика и функции венчурного бизнеса



«Не ищите иголку в стоге сена. Просто купите весь стог сена целиком!»

• *John Clifton Bogle*, американский предприниматель и инвестор, основатель The Vanguard Group

Содержание венчурного бизнеса

В настоящее время можно встретить множество понятий, в составе которых присутствует прилагательное «венчурный»: венчурное предпринимательство, венчурный бизнес, венчурная деятельность, венчурное финансирование, венчурный капитал, венчурное предприятие.

Что же общего в этих понятиях и чем они различаются?

Объединяющее их слово «венчурный» произошло от английского *Venture*, что в переводе означает «рискованный», «начинание, предприятие», «осмелиться, рискнуть», то есть некую авантюру, рискованное действие или результат этого действия. Следовательно, венчурная деятельность, которая может быть в виде предпринимательства, бизнеса, предприятия, связана с высоким риском, в первую очередь, с риском потери финансовых вложений и капитала.

В тоже время в различных источниках можно встретить кардинально различающиеся по смыслу определения одного и того же или синонимичных понятий.

Так, под венчурным бизнесом понимают:

- форму реализации технологических инноваций;
- рискованную, но прибыльную модель бизнеса;
- вид предпринимательства характерный для коммерциализации результатов научных исследований в наукоемких, высокотехнологических областях;
- вид инвестирования, как правило, в виде акционерного капитала, в демонстрирующие инновационный потенциал быстрорастущие предприятия;
- акционерный капитал, предоставляемый профессиональными субъектами, которые инвестируют в демонстрирующие значительный потенциал роста предприятия при условии участия в их управлении.

Это объясняется тем, что одно и тоже понятие можно рассматривать как со стороны объекта вложения (предприятия), так и со стороны субъекта вложения (инвестора). Таким образом, возникает ситуация, когда в зависимости от контекста под венчурным бизнесом понимается либо создание инновационного и поэтому, как правило, рискованного предприятия, либо вид инвестирования в предприятия такого типа.

Стоит отметить, что предпринимательство – это более широкое понятие, чем бизнес. В отличие от бизнеса оно не всегда связано с получением прибыли, но обязательно предполагает поиск новых вариантов реализации технологий, идей. Так как объектом изучения является не просто бизнес, а инновационный бизнес, то различие между понятиями нивелируется, поэтому в данном

случае они будут употребляться как синонимы.

Таким образом, в данном пособии мы будем рассматривать различные аспекты венчурного бизнеса (венчурной деятельности, венчурного предпринимательства), в первую очередь, с точки зрения субъекта - инвестора. Однако во втором разделе подробнее остановимся на различных видах объектов.

Если венчурный бизнес – это вид инвестирования, то чем же данный вид отличается от других, кроме как высокими рисками? Для того, чтобы ответить на этот вопрос необходимо обратиться к истории возникновения сути явления.

Зарождение венчурного бизнеса в мировой практике

Считается, что венчурная деятельность впервые возникла в США во второй половине XIX века. В тот период обеспеченные семьи, создавшие свое состояние в нефтяном, транспортном, банковском секторе и металлургии, искали новые объекты для инвестиций, наиболее перспективными из которых представлялись небольшие технологичные компании с растущими амбициями. Одну из первых венчурных сделок в 1874 году заключили юрист Гардинер Грин и коммерсант Томас Сандерс, вложившись в телекоммуникационную компанию *Bell Telephone Co* под руководством Скота Александра Грэхема Белла. Они обеспечили финансирование для реализации последней стадий разработки и вывода на рынок телефонного аппарата.

Великая депрессия 20-30-х годов XX века естественным образом отразилась на объемах венчурных инвестиций и послужила стимулом к трансформации и структурированию до этого хаотичного инвестиционного рынка. Инвесторы стали не просто искать объекты для вложений, а осознанно отбирать проекты и формировать портфели с учетом тенденций в различных отраслях, таким образом, регулируя финансовые потоки в целях стабильности экономической ситуации в целом.

Уже в середине XX века венчурные инвестиции стали неотъемлемой частью экономики США, что требовало создания новых финансовых инструментов и законодательной базы. В это время открылся первый венчурный фонд *American Research*

and Development (ARDC) - Американская корпорация исследований и разработок, целью которого было не только получить доход от инвестиций в молодые перспективные компании, но и повысить стоимость объектов вложений за счет привлечения опытных специалистов к их управлению. Именно благодаря такому подходу, который был введен в практику одним из сооснователей фонда и его директором Джорджем Дэриотом, профессором Гарвардской школы бизнеса, фонд успешно реализовал инвестиции в такие компании, как *High Voltage Engineering Company*, *DEC (Digital Equipment Corp)*, *Greylock Partners*, *Holland Ventures*, а самого Джорджа Дэриота стали называть «отцом венчурных инвестиций».

Успешные проекты фонда *American Research and Development (ARDC)*:

- *High Voltage Engineering Company*;
- *Digital Equipment Corp*;
- *Greylock Partners*;
- *Holland Ventures*.

Примерно в этот же период 50-60-х годов XX века Артур Рок, сотрудник инвестиционной банковской фирмы, вдохновленный своим успехом в привлечении инвестиций в компанию друга по производству полупроводников

Fairchild Semiconductors, создал вместе с Томасом Дэвисом фонд *Davis & Rock*. Он

преумножил вложенный капитал в 30 раз за четыре года, вкладываясь в такие компании Кремниевой долины, как *Intel* и *Apple Computer*, *Scientific Data Systems*, *Teledyne*. После 60-х годов компании Кремниевой долины стали одним из основных объектов вложений венчурных инвестиций в США.

Несмотря на успехи фондов *ARDC* и *Davis & Rock* развитие венчурного инвестирования происходило недостаточно быстрыми темпами. Кроме того, исследование специально созданной комиссии Федерального Резервного Банка показало, что требовались дополнительные меры стимулирования предпринимательства для достижения прежних показателей роста экономики. В этой связи в США был введен Закон о малом бизнесе от 1958 года и была разработа-

тана программа *SBIC* (*Small Business Investment Company*) под контролем специально созданного института *SBA* (*Small Business Administration*). Согласно данной программе малым растущим компаниям был предоставлен доступ к государственному и частному финансированию в форме льготного кредитования. При этом частных

вложений должно было быть не меньше половины. Участвуя в программе в качестве инвесторов, частные компании получали государственные субсидии. При этом на практике участники *SBIC* преимущественно были пассивными инвесторами, не имеющими квалифицированных специалистов, способных оказывать менторскую поддержку и приводить компании к успеху.

Однако такие специалисты были у крупных корпораций, поэтому в 70-х годах на венчурном рынке США появилось множество корпоративных венчурных инвесторов, оказывающих консультации в маркетинговой, финансовой, юридической сферах. Положительная тенденция в венчурном бизнесе продлилась недолго. К концу 70-х годов под влиянием энергетического кризиса активность рынка *IPO* сократилась в 10 раз, малые компании обанкротились, более 60% фондов прекратили свою деятельность.

Для исправления ситуации потребовалось государственное вмешательство, которое заключалось в снижении налогового бремени корпораций практически в 2 раза до 28% (Закон о прибыли, 1978г.) и расширении инвестицион-

Джордж Дэриот *Georges Doriot*:

«Вы, искушенные держатели акций, продайте, едва успев сделать пунктов пять-шесть. Мы же вкладываем в компании наши сердца: на самом деле мы целители, врачующие детские болезни. Когда банкиры или брокеры советуют мне продать компанию, я задаю им вопрос: «А вы смогли бы продать ребенка, у которого температура под 40?»»

В 1957 году небольшой фирме, состоящей на тот момент из двух сотрудников за одним столом, были предоставлены инвестиции в размере \$61,4 тыс. одним из первых крупных американских фондов *American research and development*. Через 10 лет небольшая фирма стала одним из лидеров производства мини-компьютеров *Digital equipment corporation*, а стоимость активов фонда при первой эмиссии акций составила более \$90млн.

ных возможностей пенсионных фондов (Закон пенсионных фондах, 1979г.). Это позволило существенно увеличить объемы венчурного финансирования в США до начала 1990х годов.

В 70-80-х годах венчурный бизнес начал активно развиваться в других странах Европы и Азии. В Китае в целях стимулирования развития наукоемких отраслей и привлечения в них иностранных инвестиций были реализованы ряд мероприятий: реализации программы «Четырех модернизаций», создание 14 специальных экономических зон с льготным режимом деятельности, запуск в 1988 году научно-производственной программы «Факел», создание Шанхайской фондовой биржи (1990г.), созданы венчурные корпорации органами местной власти некоторых городов (1992г.). Также были приняты законы «О паевых совместных предприятиях китайского и иностранного капитала, 1979г.», «О предприятиях иностранного капитала, 1986г.», «О совместных кооперационных предприятиях китайского и иностранного капитала, 1988г.».

Однако кроме стремительного роста венчурного рынка в США и возникновения интереса к венчурному финансированию в Европе и странах Азии, данный период отличался агрессивными, нечестными методами покупки-продажи компаний, что привело к снижению общей активности рынка и банкротству одного из крупнейших инвестиционных банков *Drexel Brunham Lambert*.

Следующий период развития венчурных инвестиций с 1994 года до 2000-х годов носит название «Пузырь доткомов». В этот период оценочная стоимость быстроразвивающихся технологичных ИТ-компаний существенно превышала реальную. Акции многих ИТ-компаний молниеносно возрастали за год-два (*Books-a-Million, EDIG, Tiscali*). Если объем рынка США в 1980 году составлял \$1млрд, то к 1998 году он уже достиг \$4млрд, а за первое полугодие 1999 года достиг \$12,6млрд. При этом всего 4% быстрорастущих фирм обеспечивали прирост 70% рабочих мест.

Примеры компаний периода доткомов:
Boo.com – интернет-магазин одежды, руководство которого израсходовало \$188млн на создание мирового интернет-магазина, который обанкротился в 2000 году.
Pixelon - поставщик потокового видео, который потратил \$16млн на вечеринку в честь собственного запуска.
theGlobe.com - социальный сервис, созданный в апреле 1995 года и вышедший на IPO в ноябре 1998 года, который показал самый быстрый рост цены акций за первый день.

Рынок венчурных инвестиций в Европе также характеризовался высокой концентрацией в технологичный сектор (более 27% от общего объема инвестиций в 91млрд евро с 1996г. по 2000г.).

В этот период в Китае венчурный рынок получал большую поддержку от государства, которая впоследствии была признана неэффективной ввиду нехватки финансовых ресурсов и некорректному отбору объектов для инвестиций на основе некоммерческих показателей. В 1996 году правительство Китая, обратив внимание на успех американских компаний, изучило опыт США и приняло ряд законов, регулирующих деятельность коммерческих и иностранных венчурных фондов. В результате появилось более 20 венчурных фондов со зна-

чительным объемом иностранных инвестиций (например, \$18млн было инвестировано в компанию *AsiaInfo*).

Динамичный рост показателей связан с так называемым «венчурным акселератором», когда высокая норма прибыли инвесторов обеспечивает приток новых денежных средств в венчурные фонды и на рынок *IPO*, что повышает ликвидность акций новых инновационных фирм, обуславливает рост индекса рыночной капитализации (например, *NASDAQ*¹) и, соответственно, высокую норму прибыли инвесторов (рис. 1).



Рисунок 1 – Венчурный акселератор

«Финансовый пузырь лопнул», когда 10 марта 2000 года индекс *NASDAQ* в течение дня сначала возрос до 5132,52 пункта и затем упал до 5048,62 пункта при закрытии. Стоимость акций компаний-пузырей упала до изначальной величины, и многие обанкротились.

В 2002 году появляется новый термин для быстрорастущих технологичных непубличных компаний - «Единороги». Единороги обеспечивают рост стоимости до \$1млрд за короткий промежуток времени (от нескольких месяцев до 7 лет, в среднем 5-6 лет)². В 2016 году на рынке действовало около 153 компании-единорога, к началу 2019 года их уже было около 360,³ среди них такие компании как *Bytedanc*, *Uber*, *WeWork*, *JUUL Labs*, *Airbnb*, *Stripe*, *SpaceX*.

На рисунке 2 представлены сферы деятельности компаний единорогов.

Все эти сферы так или иначе связаны с интернет-бизнесом, цифровизацией. Данная тенденция возникла в конце 90-х годов, сменив этапы расцвета инве-

¹ Индекс *NASDAQ* - (*Automated quotations of the National association of dealers on securities*) - индекс, который рассчитывается на основе рыночной капитализации 100 крупнейших компаний нефинансового сектора, зарегистрированных на бирже *Nasdaq Composite*- американский внебиржевой рынок, специализирующийся на акциях высокотехнологичных компаний.

² По данным информационного ресурса: <https://fleximize.com/unicorns/>

³ По данным информационного ресурса- платформы: <https://vc.ru>

стиций в персональные компьютеры и полупроводники, биотехнологии.

1 On-Demand	<ul style="list-style-type: none"> • немедленное предоставление потребительских товаров/ услуг по запросу (<i>Uber, Didi, BlaBlaCar, Gett</i>)
2 FINTECH	<ul style="list-style-type: none"> • финансово-технологические стартапы, автоматизация онлайн платежей (<i>Stripe, One97, Coinbase</i>)
3 eCommerce/Marketplace	<ul style="list-style-type: none"> • электронная коммерция и шеринговые платформы (<i>Airbnb, Chehaoduo, Coupang</i>)
4 Internet Software & Services	<ul style="list-style-type: none"> • облачные программные решения и сервисы (<i>Infor, Slack, Snowflake</i>)
5 Digital Media	<ul style="list-style-type: none"> • цифровые медиа (<i>Bytedance</i>)

Рисунок 2 – Основные сферы компаний-единорогов

Почему же произошел спад в венчурном инвестировании компьютерной техники, ведь благодаря ей на рынок вышли такие компании как *Intel, Apple, Cisco, Microsoft, Dell*? Разве она перестала развиваться? Нет, не перестала, но она стала менее привлекательной именно для венчурных инвестиций, так как технологии достигли определенного уровня развития, темпы замедлились, и молодые компании уже не могли активно конкурировать с гигантами отрасли. Венчурные инвестиции возникают, когда открывается новое рыночное окно, свободная ниша, новая потребность, которая обладает инновационным потенциалом, когда на рынке могут появиться компании – единороги.

Примером удачных венчурных фондов может служить компания *Kleiner Perkins Caufield & Byers (KPCB)*. Среди вложений на ранних стадиях этой компании были лидеры геномной инженерии *Genentech*, крупнейший системный интегратор *Sun Microsystems*, производитель персональных компьютеров *Compaq*, разработчик ПО *Lotus communications*, компании, специализирующиеся на электронной коммерции *Netscape, Amazon.com* и др. Доходность на один вложенный доллар в случае с *Netscape* достигала 80, а суммарный доход превысил \$400млн при вложенных \$5млн. Когда *Genentech* впервые вышла на IPO, цена их акции за 20 минут возросла с \$35 до \$89.

Стоит отметить, что большая часть единорогов появилась в США, на втором месте по данному показателю находятся страны Азии, на третьем – европейские страны. В тоже время с 2018 года китайский венчурный рынок по объему вложений начал превышать американский благодаря положительной тенденции роста объема сделок (с 2014 по 2019 гг. рост составил 140%) при под-

держке со стороны государства, управляющих фондов, технологических парков. В отличие от других стран в Китае наибольшее значение в развитии инвестиционного рынка играли не фонды, а крупнейшие технологические компании, такие как *Tencent*, *Alibaba* и *Baidu*.

Можно заметить циклический характер развития рынка венчурных инвестиций. При этом сначала спады были спровоцированы преимущественно влиянием общей экономической ситуации, а подъемы - государственной поддержкой стимулирующего характера. Дальнейшее развитие рынка повышало его устойчивость к колебаниям конъюнктуры мирового рынка и формировало внутренние факторы, например, механизмы оценки стоимости компаний. В последнее время ввиду множества неблагоприятных эпидемиологических, политических, экономических факторов наблюдается спад во многих сферах экономики, что не могло не отразиться на венчурных инвестициях. А это означает, новый этап в развитии венчурного рынка.

На рисунке 3 представлены этапы развития венчурного бизнеса в мировой практике.



Рисунок 3 – Этапы развития венчурного бизнеса

Возникновение венчурного бизнеса в РФ

Успех венчурного инвестирования в США и Китае в конце XX века стал заразительным и для Российской Федерации. В 1994 году в России после того, как были достигнуты соглашения между Европейским банком реконструкции и

развития и странами-донорами на встрече «Большой семерки» в Токио, были созданы региональные инвестиционные фонды, а также Российско-американский фонд предприятий и фонд для крупных предприятий. Благодаря поддержке созданных фондов и государства была сформирована Российская ассоциация венчурного инвестирования в 1997 году. К 2000 году начали свою деятельность Венчурный инвестиционный фонд и ежегодные Российские венчурные ярмарки. Также были внесены ряд изменений в законодательство с целью развития венчурного рынка («Основные направления развития внебюджетного финансирования высокорискованных проектов (системы венчурного инвестирования) в научно-технической сфере на 2000-2005 годы», Постановление Правительства РФ от 21.08.2001 № 605 «О федеральной целевой научно-технической программе «Исследования и разработки по приоритетным направлениям развития науки и техники на 2002–2006 гг.»).

В последнее десятилетие было сформировано значительное количество инструментов и механизмов, благоприятствующих развитию венчурного рынка: в 2006- 2010 гг. создана ОАО «РВК», ОАО «Роснано», Инновационный центр «Сколково», предоставлены налоговые льготы для ИТ-компаний и др.

В России представителями единорогов являются такие компании, как Avito, Yandex, ВКонтакте (*Mail.ru Group*).⁴ Однако российский венчурный рынок существенно отстает по темпам развития от стран-лидеров.

Основные этапы развития отечественного рынка венчурных инвестиций представлены на рисунке 4.

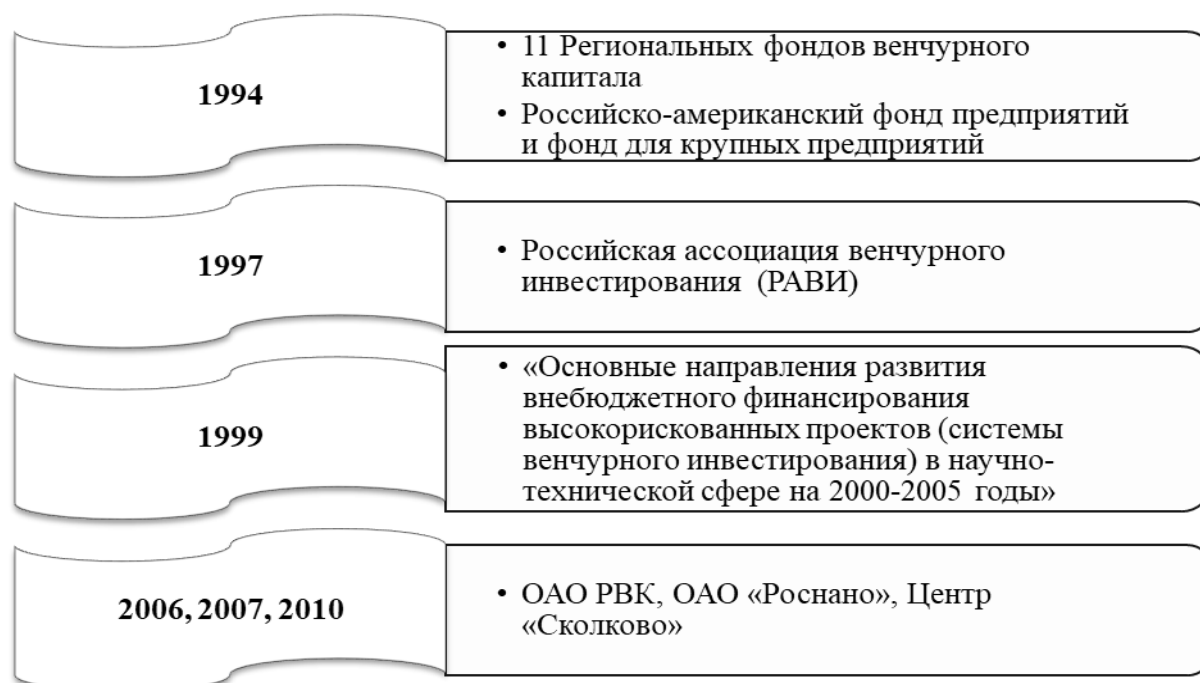


Рисунок 4 – Этапы развития венчурного бизнеса в РФ

⁴ По данным ресурса *Visualcapitalist.com*: <https://www.visualcapitalist.com/visualizing-the-unicorn-landscape-in-2019/>

Этапы развития венчурного бизнеса с одной стороны отличаются для каждой страны, с другой стороны имеют много общего – цикличность, государственное стимулирование на первых этапах, законодательные трансформации. Общая логика построения этапов определяется целью и спецификой самого венчурного бизнеса, его отличием от других видов инвестирования.

Одним из ярких примеров удачных венчурных инвестиций в России является *Yandex*. Компании *ru-Net Holdings* и *Tiger Global* в 1999 году вложились в *Yandex*. Доходы *Yandex* до вложения составляли доход \$70 тыс./год, после инвестиций их годовые доходы возросли до \$300млн в 2008 году.

Цель и специфика венчурного инвестирования

В отличие от других видов инвестирования, венчурное инвестирование предполагает вложение финансовых средств, а также других ресурсов для поддержки и развития объекта вложения взамен на долю в бизнесе с целью многократного увеличения его будущей стоимости. При этом объектом вложения являются инновационные высокотехнологичные компании на различных этапах деятельности, которые могут не иметь положительных финансовых результатов, что обуславливает высокие риски (рис.5). Получение дохода обеспечивается при выходе инвестора из бизнеса и продаже либо доли в уставном капитале, либо части акционерного капитала. Инвестируя без залога или гарантий возврата и доходности вложений, венчурный инвестор берет на себя финансовые риски, ожидая получить бóльшую доходность, что определяет особые условия отбора и оценки объектов для инвестирования, их высокую технологичность, а также стремление инвестора к участию в управлении бизнесом, контроле. Это дает возможность инвестору внести свой вклад в создание новой прогрессивной технологии, не являясь при этом изобретателем.

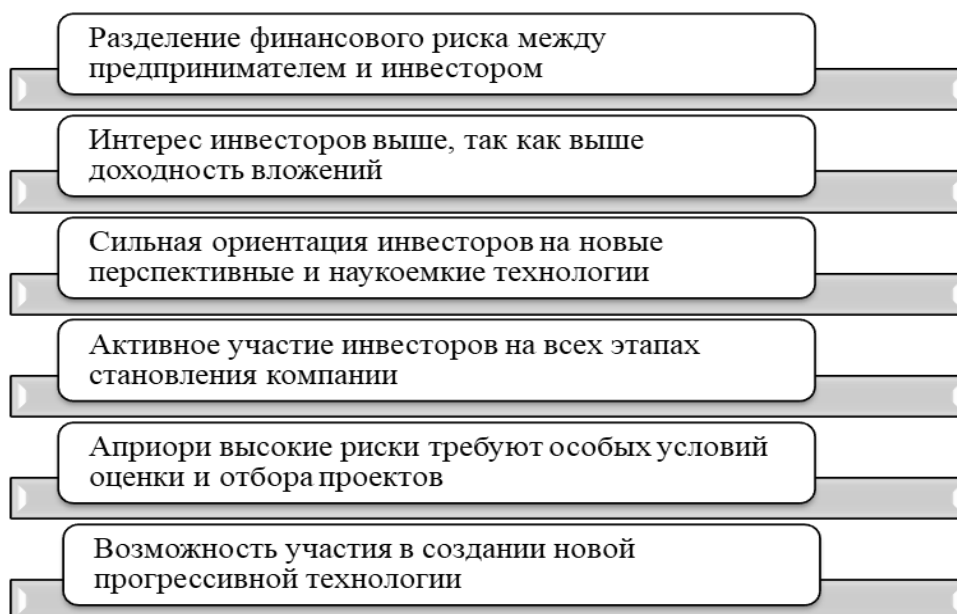


Рисунок 5 – Специфика венчурного инвестирования

Таким образом, цель венчурного инвестирования – это не просто получение дохода от инвестиций в виде дивидендов или процентов, а многократное увеличение стоимости собственной доли в капитале посредством преумножения цены объекта вложения и вывод компании на *IPO*. Следовательно, венчурный инвестор заинтересован в масштабировании и развитии перспективного бизнеса, так как наибольший доход он может получить именно таким образом.

Если рассматривать венчурный бизнес с позиции объекта вложения, то его отличие от инновационного бизнеса заключается в том, что он предполагает участие венчурного капитала и венчурного инвестора, и должен отвечать предъявляемым к нему требованиям со стороны инвестора с точки зрения инновационности, перспективности, технологичности, масштабируемости и т.д.

Преимущества и недостатки венчурного инвестирования

Таким образом, ввиду своей специфики венчурная деятельность имеет ряд преимуществ и недостатков по сравнению с обычными видами инвестирования (рис.6).



Рисунок 6 – Преимущества и недостатки венчурного инвестирования

Венчурные инвестиции могут быть предоставлены в тех случаях, когда не может быть получено финансирование из других источников ввиду высоких рисков или отсутствия гарантий, залогового обеспечения займов. Они не предполагают выплату дивидендов или процентов и могут быть предоставлены в короткие сроки, что, безусловно, является выгодным предложением для малообеспеченного и рискованного бизнеса, так как в случае неудачи предприниматель не обязан выплачивать проценты и не несет долговых обязательств перед

инвестором.⁵

В тоже время, основатель бизнеса теряет полный контроль над своим бизнесом, отдавая долю венчурному инвестору, что, как правило, в стоимостном выражении больше, чем проценты. Кроме того, далеко не каждый может получить венчурный капитал, так как для инвестора важны конкурентные преимущества продукта, его инновационность и масштабируемость, а также компетенции, квалификация и потенциал основателей.

Функции венчурного бизнеса в системе экономических отношений

Так как венчурная деятельность предполагает получение дохода за счет развития объектов вложения, которые являются перспективными компаниями, то он выполняет ряд важных функций в системе экономических отношений (рис.7).



Рисунок 7 – Функции венчурного бизнеса в системе экономических отношений

К основным функциям венчурного бизнеса относятся:

1. Создание условий конкурсного отбора и конкуренции для представителей инновационного бизнеса, чем стимулирует повышение качества их продукции уже на начальных этапах деятельности;
2. Предъявление определенных требований к бизнес-планам, точности

⁵ Если речь не идет о частном случае венчурного кредитования

расчетов на этапе проектирования инновационного бизнеса развивает компетенции предпринимателей и снижает риск неудач;

3. Как инструмент финансирования, венчурный бизнес поддерживает малое и среднее предпринимательство, обеспечивает больший процент коммерциализации инноваций;

4. Заинтересованность в масштабировании бизнеса является основой сотрудничества между основателем и инвестором в форме обмена информацией, опытом, компетенций, необходимых для коммерциализации изобретений;

5. Дополнительная ресурсная и менторская поддержка на этапе становления бизнеса, аутсорсинг бизнес-функций снижает риски потерь;

6. Тенденции венчурного инвестирования представляют собой некий индикатор перспективных направлений инновационной деятельности.

В целом, как явление венчурная деятельность способствует научно-техническому прогрессу, стимулирует инновационную активность и разработку прорывных технологий в актуальных сферах, что положительно сказывается на экономическом росте страны.

1.2 Концепция развития венчурного бизнеса



«Самое лучшее время инвестировать — вчера. Можно начать и сегодня. Чем раньше вы начнете инвестировать, тем лучше»

• *Warren Buffett*, американский предприниматель и инвестор

Инфраструктура венчурного бизнеса

Как было отмечено, венчурный бизнес может быть рассмотрен как с позиции субъекта, так и с позиции объекта инвестиций. Субъекты и объекты являются элементами системы венчурного бизнеса, определяющие его сущность и специфику.

Иными словами, венчурная деятельность обеспечивается взаимодействием элементов ее инфраструктуры, к которым относятся субъекты, объекты и вспомогательные элементы, устанавливающие, регулирующие и сопровождающие отношения субъектов и объектов (рис. 8).

Субъекты венчурного бизнеса воздействуют на объекты, инвестируя в них капитал, участвуя в управлении. То есть субъекты – это венчурные инвесторы, а объекты – это то, во что вкладываются венчурные инвесторы.

Субъектами могут быть как частные лица, так и корпоративные инвесторы или специально созданные для поддержки инновационной деятельности фонды и коммерческие организации. Объектами венчурного бизнеса могут выступать, как отдельные бизнес-идеи и инновационные продукты, находящиеся, на стадии разработки, так и уже сформировавшиеся небольшие инновационные компании или инновационные проекты крупных компаний массового производства. Все объекты должны обладать высоким уровнем технологичности и новизны. Формируют объекты новаторы, предприниматели, основатели компа-

ний, проектные команды. Подробнее субъекты и объекты венчурного бизнеса будут рассмотрены во втором разделе пособия.



Рисунок 8 – Инфраструктура венчурного бизнеса

Вспомогательные элементы имеют не менее важное значение для становления венчурного бизнеса в стране. Анализ этапов зарождения венчурного бизнеса в мировой и отечественной практике показал, что государство играет ключевую роль на начальных этапах его развития, создавая механизмы привлечения венчурного капитала, схемы венчурного финансирования, обеспечивая благоприятный климат посредством налоговых льгот и иных экономических и финансовых инструментов, а также напрямую являясь организатором венчурных фондов. В дальнейшем, когда частный сектор начинает проявлять достаточный интерес к данному виду инвестирования и формируются рыночные механизмы, государство продолжает поддерживать темпы его развития и обеспечивать соответствующее нормативно-правовое регулирование, совершенствуя схемы и механизмы взаимодействия субъектов и объектов.

В рамках специальных программ создаются ассоциации и кластеры венчурной деятельности, целью которых непосредственно является стимулирование, информирование, консультирование субъектов в данной области. Специальные центры по разработке и внедрению венчурных проектов, технико-внедренческие зоны, технопарки и акселераторы обеспечивают условия для более стремительного роста объектов венчурного бизнеса и минимизируют риски, как и специализированные страховые компании. Университеты, научно-исследовательские институты также могут разрабатывать проекты, требующие венчурных инвестиций. Кроме того, они формируют кадровое и методологическое обеспечение и совершенствуют инструменты венчурной деятельности.

Не все элементы инфраструктуры являются обязательными, однако их наличие и механизмы взаимодействия определяют, насколько эффективно вен-

чурный бизнес будет выполнять свои функции и как быстро он обретет устойчивость.

Механизм взаимодействия элементов инфраструктуры венчурного бизнеса

Механизм взаимодействия элементов инфраструктуры венчурного бизнеса зависит от вида субъекта.

Если субъектом является частное лицо, то он напрямую или с помощью посредников взаимодействует с предпринимателями, отбирая проекты для вложений. Посредниками в этом случае могут выступать личные помощники, специалисты, эксперты в различных отраслях и сферах. Также привлекаются консультанты на различных этапах венчурного инвестирования, например, для юридического сопровождения сделки. Частные инвесторы самостоятельно формируют окружение своей венчурной деятельности, взаимодействуя с государственными структурами, университетами, специализированными компаниями, исходя из личной потребности, предпочтений, условий сотрудничества.

Если субъектом венчурного бизнеса являются компании, то в механизме задействованы несколько инвесторов, что усложняет процесс, так как приходится учитывать интересы каждого участника (рис. 9).

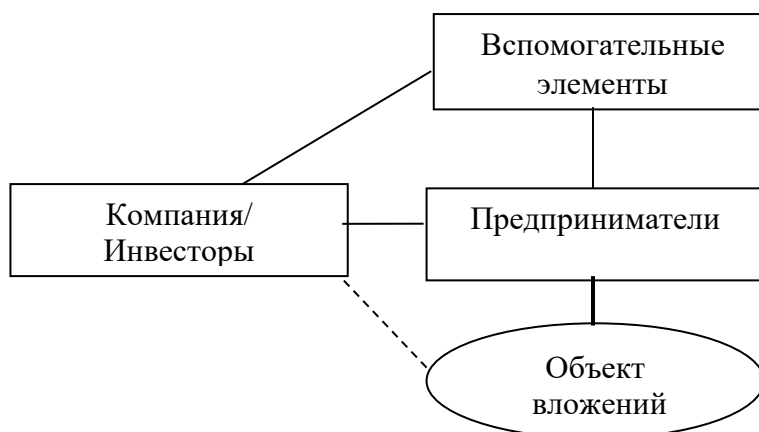


Рисунок 9 – Инфраструктура венчурного бизнеса «субъект – корпоративный инвестор»

Выбор объекта вложения происходит уже по определенному алгоритму и четким согласованным с инвесторами критериям. Руководители объекта вложения должны отчитываться по установленным регламентам. Однако в этом случае у венчурных инвесторов появляются более высокие гарантии получения дохода благодаря всесторонней оценке проектов на этапе отбора и наличию группы специалистов в компании, способных грамотно управлять проектами.

В случае, когда субъектом является венчурный фонд (рис.10), инвесторы, будь то производственные или финансовые компании, частные инвесторы, государственные агентства, другие фонды (пенсионный, например) не участвуют в отборе или управлении объектами вложений. За это отвечают квалифицированные и компетентные специалисты фонда, что повышает доходность инвестиций

и минимизирует риски. Предприниматели отчитываются перед венчурным фондом также по установленным регламентам.

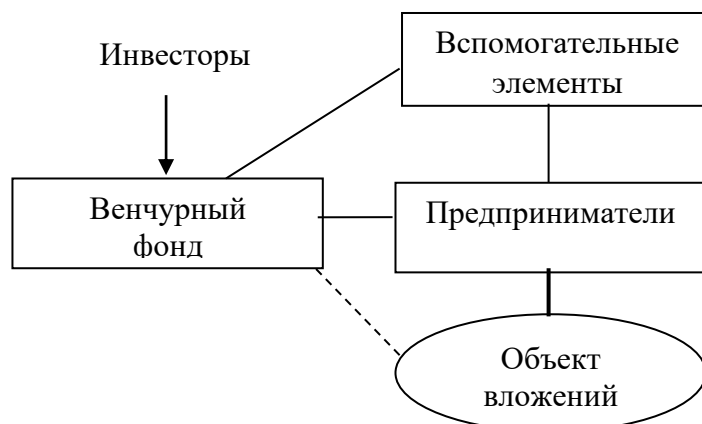


Рисунок 10 – Инфраструктура венчурного бизнеса «субъект – венчурный фонд»

Посредством различных экономических механизмов взаимодействия субъектов и объектов венчурной деятельности реализуется особый методологический подход к финансированию, при котором учитывается высокая вероятность невозврата вложенных средств, так как по статистике только 5% венчурных компаний имеют прибыль 10:1. Поэтому венчурный бизнес строится на гипотезе о том, что небольшое количество удачных вложений способно покрыть убытки от нерентабельных проектов. При этом в процессе построения отношений субъекта и объекта учитываются риски, связанные с научно-исследовательской деятельностью, развивается инструментарий оценки и управления проектами, преумножается потенциал предпринимателей. Это создает синергетический эффект от взаимодействия субъектов и объектов не только на уровне конкретного проекта, но и на уровне отраслей и экономики страны.

Значение венчурного бизнеса для экономики страны

Влияние венчурного бизнеса проявляется не только в стимулировании научно-технического прогресса, поддержке малого и среднего предпринимательства, коммерциализации инноваций и ускорении роста технологичных отраслей за счет перераспределения финансовых ресурсов в масштабах экономики, но и в других сферах.

За счет формирования спроса на высококвалифицированный персонал создаются новые рабочие места. Так, согласно результатам исследования Майка Райта 4877 предприятий мира, производительность труда выше на 50-90% там, где возникали венчурные инвестиции. В США в компаниях, развивающихся на венчурные средства, работает 11% занятого населения.⁶

Высокие требования к уровню качества и стандартам корпоративного

⁶ Жаворонков П. В. Методологические подходы к венчурному инвестированию// Экономика, предпринимательство и право. - 2011.- 01- с.17-29

управления бизнесом обеспечивают рост конкурентоспособности производства страны. За счет грамотного стратегического управления продлевается жизненный цикл компаний, улучшаются финансовые результаты, что повышает их стоимость, а, следовательно, увеличивается среднерыночная норма прибыли. Это положительно влияет на инвестиционный климат и экономические показатели развития страны.

Кроме того, венчурный бизнес активно использует эффект «*spillover*», который заключается в распространении новых решений в смежные сферы деятельности, что стимулирует инновационное изобретательство и обеспечивает устойчивость экономических процессов.

Получаемые эффекты и значение венчурного бизнеса для экономики страны представлены на рисунке 11.



Рисунок 11 – Значение венчурного бизнеса для экономики страны

Роль государства в развитии венчурного бизнеса

Однако для того, чтобы экономика страны могла получать эффекты от венчурного бизнеса в полной мере государству необходимо обеспечивать условия для его становления и развития, соблюдая при этом принцип рыночной экономики «невмешательства». Этот подтверждает и опыт становления венчурного предпринимательства в США и Европейских странах.

Во-первых, как уже было отмечено, на этапах зарождения и становления

венчурного бизнеса в стране со стороны государства требуется ресурсное обеспечение. Государство может участвовать в финансировании венчурных проектов, в создании фондов, а также предоставлять залоговое обеспечение, возможность использования государственного имущества, результатов интеллектуальной собственности для целей венчурного бизнеса. Таким образом, формируются совместные государственные и частные структуры, создаются фонды, осуществляющие финансирование самых рискованных стадий развития компаний.

Формирование крупных исследовательских центров в отраслях зоны ответственности государства (оборона, здравоохранение, охрана окружающей среды) также невозможно представить без участия государственных структур, не только с точки зрения финансирования, но и точки зрения регулирования, сопровождения. Аналогичные механизмы возникают и при создании технико-внедренческих зон, таких как Дубна (Москва), Зеленоград, Нойдорф (Стрельна), Томск, Фрязино (Москва), Иннополис (Татарстан).

Нормативно-правовое регулирование, либерализация правил инвестирования, кадровое обеспечение венчурной деятельности также, как правило, являются прерогативой государственных образований и институтов.

Однако «принцип невмешательства» определяет стимулирующую, а не управляющую роль государства в экономике. К иным инструментам, стимулирующим венчурный бизнес, относятся налоговые кредиты, налоговые льготы, предоставление гарантии под кредиты венчурным предприятиям, создание благоприятного инвестиционного климата.

Кроме того, государство может создавать особые механизмы и рыночные институты для вовлечения субъектов в венчурную деятельность. Например, в Швейцарии, Великобритании, Голландии, Франции стимулируют институциональных и индивидуальных инвесторов к вложениям в венчурные трасты, предоставляя налоговые льготы в отношении дивидендов и курсовых разниц, налога на прибыль взамен на выполнение условия инвестирования не менее 70% свободного капитала в предприятия на начальном этапе их развития.

Чаще всего, комплекс мер поддержки и стимулирования венчурного бизнеса со стороны государства реализуется посредством различных программ, учитывающих потребности и возможности страны в венчурном бизнесе в определенных условиях.

Программы государственной поддержки венчурного бизнеса

Программы государственной поддержки венчурного бизнеса могут быть национальные (рис.12) и международные.

Первая национальная программа государственной поддержки, конечно, появилась в США. Это была программа совместного финансирования малых инновационных предприятий *SBIC (Small Business Investment Company)* в виде льготного кредитования. Частные инвесторы получали субсидии взамен на инвестиции в малый бизнес. За 11 лет действия программы с 1958 года было выделено \$3млрд венчурных инвестиций, около 30% из которых были государственными. В 1982 году появилась еще одна программа, согласно которой федеральные учреждения направляли 1,25% от суммы заказов, превышающих

\$100млн, малому бизнесу на НИОКР. В результате другой программы *The Markets Tax Credit Program* в 2000 году на стимулирование высокотехнологичного производства было выделено \$15млрд.

США	<ul style="list-style-type: none"> • Прямое финансирование инновационных компаний согласно программе <i>SBIC</i> (1958-1969гг.) • Отчисления на субсидии НИОКР малых фирм в виде 1,25% от заказов более \$100млн (1982г.) • Финансирование \$15млрд по программе <i>The Markets Tax Credit Program</i> (2000г.)
Финляндия	<ul style="list-style-type: none"> • Инвестиции фонда <i>SITRA</i> в стартапы и региональные фонды
Израиль	<ul style="list-style-type: none"> • Гранты, передача технологий из военных в гражданские сектора экономики, финансирование фондов и молодых наукоемких фирм фондом фондов <i>Yozma</i>
Голландия	<ul style="list-style-type: none"> • Гарантии возврата 50% возможных убытков по программе <i>PPM</i> (до 1996г.)
Дания	<ul style="list-style-type: none"> • Освобождение фондом <i>VækstFonden</i> от возврата займов в случае убыточных проектов
Швеция	<ul style="list-style-type: none"> • Отсрочка платежей по займам инвестиционного фонда <i>ALMI Foretagspartner AB</i>

Рисунок 12 – Национальные программы государственной поддержки венчурного бизнеса

В Финляндии государственные средства напрямую использовались для создания начального капитала многих инновационных компаний под управлением специально созданного Национального фонда исследований и развития *SITRA*, который также являлся одним из источников финансирования региональных фондов.

Аналогичным образом действовал фонд фондов *Yozma*, созданный за счет бюджетных средств Израиля, вкладывая средства как в новые венчурные фонды, так и в перспективные молодые компании. В задачи *Yozma* входили также выдача грантов на НИОКР и трансфер военных технологий в гражданские сектора экономики. Благодаря активной политике в настоящий момент венчурный рынок Израиля является одним из самых развитых наравне с рынками США и Китая.

Существуют схемы, при которых правительство предоставляет определенные гарантии или возмещает полученные в ходе венчурной деятельности убытки. Так, например, в Нидерландах в рамках программы *PPM* до 1996 года государство предоставляло гарантии возврата 50% возможных убытков вен-

чурных фондов, что благоприятным образом отразилось на их количестве. Датский фонд *VaekstFonden* не требует возврата выдаваемых кредитов при убыточных инвестициях в растущие компании. Государственный инвестиционный фонд Швеции *ALMI Foretagspartner AB* освобождает от уплаты процентов заемных средств в течение первых двух лет, а от погашения тела долга – в течение первых четырех лет.

К наиболее известным международным программам поддержки венчурного рынка относятся:

- «*EuroTech Capital*», в задачи которого входит разработка стимулов для привлечения инвесторов в международные инновационные проекты в рамках межправительственных соглашений;

- «*Sprint*» совместно с венчурными фондами предоставляет финансирование малым и средним высокотехнологичным компаниям;

- «*Joint Venture Phare*» стимулирует создание совместных предприятий с участием венчурных инвесторов в странах Европы;

- Европейский инвестиционный фонд осуществляет инвестиции в перспективные наукоемкие компании.

Международные программы могут выполнять как задачи международного уровня, так и поддерживать национальные программы стран.

В отечественной практике становление венчурного бизнеса происходило при поддержке Европейского банка реконструкции и развития, благодаря которой были созданы первые венчурные фонды и впоследствии Российская ассоциация венчурного инвестирования (РАВИ). Также были созданы государственный фонд фондов ВИФ (Венчурный Инновационный Фонд), ОАО «Российский инвестиционный фонд информационно-коммуникационных технологий» (ОАО «РИФИКТ») и региональные фонды на основе государственно-частного партнерства (например, Инвестиционный венчурный фонд Республики Татарстан). При этом были использованы механизмы привлечения частного капитала, в частности ограничение доходности на государственный капитал. АО «Российская венчурная компания» (АО «РВК»), за счет средств которой капитализируются отраслевые венчурные фонды и осуществляется информационная поддержка венчурного бизнеса, была также сформирована по инициативе правительства на основе бюджетного финансирования.

Что касается поддержки объектов инновационного бизнеса, то в этой сфере государство играет не менее значимую роль: создаются технопарки, особые экономические зоны (ОЭЗ), ежегодно проводятся конкурсы и мероприятия по выбору наиболее перспективных стартапов, высокотехнологичных компаний. Научно-исследовательские проекты поддерживаются грантами на конкурсной основе Российским научным фондом (РНФ) и Российским фондом фундаментальных исследований (РФФИ).

Проблемы и перспективы развития венчурного бизнеса в РФ

Проводимый комплекс мер имеет свои результаты, интерес к венчурному бизнесу в отечественной практике растет, появляется все больше образовательных программ, венчурных инвесторов. Безусловно, ключевая роль в этом при-

надлежит политике государства, его программам поддержки. Однако можно выделить и другие факторы, способствующие развитию венчурного бизнеса в РФ.

Во-первых, стоит отметить исторически сформировавшийся значительный потенциал к изобретательству, инновациям, что в целом является основой кадрового потенциала венчурного бизнеса. Во-вторых, в отечественной экономике гораздо больше свободных рыночных ниш, чем в более развитых экономиках США, Европейских стран. В-третьих, отечественное налоговое законодательство в качестве инструмента стимулирования предусматривает льготные условия для субъектов и объектов венчурного бизнеса. В совокупности эти факторы создают благоприятные условия для венчурной деятельности.

Однако на темпы формирования венчурного бизнеса оказывают влияние ряд негативных факторов. Несмотря на высокий новаторский потенциал, степень коммерциализации инноваций достаточно низкая ввиду отсутствия развитой предпринимательской культуры в результате многолетнего влияния капиталистического строя на менталитет сообщества. В советское время стремление к богатству воспринималось, как нечто неправильное, неколлективное. Отсутствовала внутриотраслевая конкуренция, внутренний мотив к совершенствованию. Особый путь эволюции экономики страны привел к отставанию в различных технологичных сферах, особенно тех, которые не находились в области государственных интересов. Поэтому страна потеряла многих потенциальных предпринимателей и инвесторов, которые не смогли реализовать свои идеи в отечественных условиях и уехали в поисках новых возможностей за границу. В настоящее время осуществляются попытки догнать страны-лидеров в ИТ-сфере, биотехнологиях и других сферах, создать благоприятный климат и снизить инвестиционные риски, изменить стандарты ведения бизнеса с целью привлечения и удержания потенциальных субъектов и объектов венчурного бизнеса.

Особенности национальных моделей развития венчурной деятельности

Рассмотренные варианты государственной поддержки венчурного бизнеса являются примерами одной из четырех моделей развития венчурной деятельности (рис. 13). Каждая из моделей представляет собой совокупность средств, методов и мер государственного стимулирования венчурной деятельности в стране.

Первая модель заключается в прямом инвестировании в инновационные компании или предоставлении долгосрочных займов, как это происходило в США и Нидерландах. Эта модель в большей степени подходит для развитых экономик с развитым фондовым рынком и инновационной инфраструктурой, предпринимательской культурой и эффективной системой федерального и регионального управления ресурсами.

Вторая модель предполагает создание венчурных фондов из государственных источников. Это могут быть как государственные фонды (Великобритания, Индия, Китай), так и фонды фондов (Израиль, Финляндия, Синга-

пур), развивающих региональную систему венчурных фондов. Реализация данного подхода целесообразна в том случае, если в стране слабо развито частное инвестирование, и, напротив, сформированы механизмы взаимодействия венчурных фондов, корпоративных инвесторов, банков.

Прямое инвестирование	Через венчурные фонды	Гарантии	Смешанные программы
<ul style="list-style-type: none"> •Инвестиции в инновационный бизнес (США) •Долгосрочное кредитование инновационных компаний (Нидерланды) 	<ul style="list-style-type: none"> •Гос. венчурный фонд (Великобритания, Индия, Китай) •Фонды фондов (Израиль, Финляндия, Сингапур) 	<ul style="list-style-type: none"> •Гарантии по кредитам (США), займам (ЕС) •Гарантия возврата убытков (Нидерланды, Япония) •Покрытие убытков за счет налоговых льгот (Сингапур) 	<ul style="list-style-type: none"> •Налоговые льготы (Великобритания, Япония, Канада, Китай) •Смешанные фонды (Финляндия)

Рисунок 13 – Национальные модели развития венчурного бизнеса

Согласно третьей модели субъектам венчурного бизнеса предоставляются гарантии по займам и кредитам (США, ЕС), гарантии возврата убытков (Нидерланды, Япония) или их покрытия за счет налоговых льгот (Сингапур). Это становится возможным при условии активного участия банковского сектора, исследовательских институтов в венчурной деятельности, что компенсирует отсталость отдельных регионов, неразвитость законодательства, фондового рынка, инновационной инфраструктуры, отсутствие налоговых стимулов.

Четвертая модель сочетает в себе варианты первых трех моделей, например, налоговых льгот (Великобритания, Япония, Канада, Китай), гибридных фондов (Финляндия). Данный подход, как и первая модель, характерен для более развитых экономик.

Таким образом, выбор тех или иных инструментов формирования венчурного бизнеса во многом зависит от состояния экономики и ее институциональной среды.

Вопросы для самопроверки

1. Где и когда зародился венчурный бизнес?
2. Кого считают первым венчурным инвестором?
3. Что понимается под венчурным акселератором?
4. Какие компании называют «компаниями-единороги»?
5. В чем заключается суть выражения «пузырь доткомов»?
6. Чем отличается венчурный бизнес от инвестиционного?
7. Чем отличается венчурный бизнес от инновационного?

8. Что можно отнести к преимуществам венчурного бизнеса?
9. Что можно отнести к недостаткам венчурного бизнеса?
10. Какая основная цель венчурного бизнеса?
11. Какие основные функции венчурного бизнеса?
12. Какие основные этапы зарождения венчурного бизнеса в РФ?
13. В чем заключается механизм взаимодействия объектов и субъектов венчурного бизнеса, если субъектом является частное лицо?
14. В чем заключается механизм взаимодействия объектов и субъектов венчурного бизнеса, если субъектом является венчурный фонд?
15. Какие элементы инфраструктуры венчурного бизнеса относятся к субъектам?
16. Какие факторы препятствуют развитию венчурного бизнеса в РФ?
17. Какие факторы способствуют развитию венчурного бизнеса в РФ?
18. Какие существуют инструменты для стимулирования венчурного бизнеса?
19. Каким образом венчурный бизнес способствует развитию экономики и повышению конкурентоспособности страны?
20. Какие основные функции выполняют международные программы «EuroTech Capital», «Sprint», «Joint Venture Phare»?
21. В чем заключается сущность моделей развития венчурного бизнеса?
22. Какие меры государственного стимулирования характерны для смешанной модели развития венчурного бизнеса?
23. Какие из моделей развития венчурного бизнеса эффективнее в условиях развитых экономик?
24. Какие инструменты стимулирования венчурного бизнеса характерны для отечественной модели?

Тестовые задания к разделу 1

1. Венчурный бизнес — это...
 - а) одна из основных форм реализации технологических нововведений
 - б) инвестирование, как правило, в виде акционерного капитала, в демонстрирующие инновационный потенциал быстрорастущие предприятия
 - в) вид предпринимательства характерный для коммерциализации результатов в промышленных отраслях экономики

2. Стартапы, чья оценочная стоимость возрастает за короткий срок до суммы в миллиард долларов и более, вызывая восхищение и удивление своим бурным развитием, называются...
 - а) компании носороги
 - б) компании единороги
 - в) компании супергерои

3. Сфера, преобладающая в венчурном инвестировании в США в 1980х годах, это...

- а) медицина
- б) интернет- приложения
- в) компьютерная техника

4. Индекс NASDAQ – это...

- а) индекс, который рассчитывается на основе рыночной капитализации крупнейших компаний, зарегистрированных на американском внебиржевом рынке
- б) индекс, который рассчитывается на основе рыночной капитализации крупнейших компаний, зарегистрированных на европейском внебиржевом рынке
- в) индекс, основанный на курсах акций 100 компаний с наибольшей капитализацией, включенных в список Лондонской фондовой биржи

5. РАВИ расшифровывается как...

- а) Российский автономный венчурный институт
- б) Российская ассоциация венчурного инвестирования
- в) Рыночный акселератор венчурного инвестирования

6. К недостаткам венчурного финансирования можно отнести следующее условие:

- а) инвесторы получают фиксированную долю в уставном капитале компании, что больше, чем проценты по кредитам
- б) требуется залоговое обеспечение венчурного финансирования
- в) необходимо выплачивать дивиденды инвесторам

7. Венчурный капитал (рисковый капитал) – это...

- а) форма финансирования, при которой инвестор, вкладывающий средства в компанию, не застрахован от возможной потери залогом или залогом
- б) кредиты банков и финансовых компаний, займы, кредиторская задолженность, лизинг, коммерческие бумаги и др.
- в) стоимость имущества, закрепленная за предприятием на правах полного хозяйственного ведения

8. Отличие венчурного бизнеса от инвестиционного заключается в...

- а) активном участии инвесторов на всех этапах становления компании
- б) меньшей заинтересованности инвесторов, так как доходность вложений ниже
- в) полной ответственности инвестора за финансовый риск

9. Венчурный бизнес зародился в...

- а) России
- б) США
- в) Европе

10. Выберите верное утверждение:

- а) венчурный бизнес связан с вложениями в акции, с риском и биржевой игрой
- б) венчурный бизнес связан с компаниями, акции которых, как правило, уже котируются на бирже
- в) венчурный капитал предоставляется компаниям с высоким уровнем прибыли

11. К функциям венчурного бизнеса не относится...

- а) поддержка и развитие малого и среднего бизнеса
- б) принятие всех финансовых рисков инновационной деятельности на себя
- в) обучение новаторов в коммерциализации изобретений

12. К функциям венчурного бизнеса не относится...

- а) стимулирование конкуренции среди новаторов
- б) поддержка и развитие крупных промышленных корпораций с инновационными разработками
- в) выявление наиболее перспективных направлений инноваций

13. К субъектам венчурной деятельности относятся...

- а) корпоративные венчурные инвесторы
- б) акселераторы
- в) инновационные компании

14. К объектам венчурной деятельности относятся...

- а) независимые венчурные фонды
- б) инновационные подразделения крупных компаний с массовым продуктом
- в) бизнес-ангелы

15. Венчурный фонд предоставляет компаниям...

- а) финансирование
- б) консалтинг
- в) финансирование и консалтинг

16. Венчурный фонд предоставляет компаниям финансирование и консалтинг...

- а) в обмен на долю в компании
- б) за определенные проценты
- в) в обмен на информацию о конкурентах

17. Выберите верное утверждение:

- а) венчурный бизнес обеспечивает постепенный перелив капитала в наиболее прогрессивные научно-технологические направления
- б) в венчурной деятельности заранее учитывается возможность необязательного возврата средств
- в) венчурный бизнес не учитывает риск, свойственный научной деятельности

18. Выберите верное утверждение:

- а) в венчурном бизнесе очень высокая вероятность возврата вложенного капитала
- б) венчурный бизнес дает возможность быстрого перелива капитала в наиболее прогрессивные научно-технологические направления
- в) венчурный бизнес не учитывает риск, свойственный научной деятельности

19. Венчурный бизнес с точки зрения вклада в развитие государства не предполагает...

- а) создание новых рабочих мест
- б) обеспечение высокого уровня качества, стандартов корпоративного управления в бизнесе
- в) обеспечение гарантий формирования крупных инновационных альянсов

20. Венчурный бизнес с точки зрения вклада в развитие государства не предполагает...

- а) стимулирование изобретательской активности
- б) перераспределение финансовых ресурсов в масштабах экономики
- в) создание новых коммерчески успешных инновационных предприятий

21. К инструментам государственной поддержки венчурного бизнеса не относится...

- а) снижение ставки рефинансирования ЦБ РФ
- б) предоставление налоговых льгот и налоговых кредитов участникам венчурного бизнеса
- в) привлечение инвесторов к вложениям в венчурные трасты

22. К инструментам государственной поддержки венчурного бизнеса не относится...

- а) обеспечение гарантии под кредиты малым венчурным предприятиям
- б) предоставление государственного имущества в аренду для пользования участниками венчурного бизнеса
- в) выпуск облигаций, предназначенных для использования в венчурном финансировании

23. Не относится к мерам государственного стимулирования венчурного бизнеса...

- а) ужесточение правил, определяющих круг инвесторов
- б) создание государственных венчурных фондов
- в) создание технико-внедренческих зон

24. Не относится к мерам государственного стимулирования венчурного бизнеса...

- а) создание благоприятного инвестиционного климата
- б) долевое участие государства в венчурных фондах

в) создание условий для кредитования малого бизнеса

25. Технико-внедренческая зона — это...

- а) вид особой экономической зоны для создания и реализации научно-технической продукции, доведение её до промышленного применения
- б) вид особой экономической зоны, на которой производится большое количество технической продукции
- в) вид экономической зоны с особыми условиями осуществления финансовой деятельности венчурных предприятий

26. К государственной мере поддержки венчурного бизнеса в США относится...

- а) *SBIC*
- б) *SITRA*
- в) *Yozma*

27. К государственной мере поддержки венчурного бизнеса в Израиле относится...

- а) *Joint Venture Phare*
- б) *Sprint*
- в) *Yozma*

28. Как влияет на развитие венчурного бизнеса в РФ такой фактор, как наличие свободных рыночных ниш?

- а) положительно
- б) отрицательно
- в) не влияет

29. Кадровый потенциал в РФ с точки зрения венчурного бизнеса...

- а) низкий, что препятствует развитию венчурного бизнеса
- б) высокий, что способствует развитию венчурного бизнеса
- в) низкий, но это никак не влияет на развитие венчурного бизнеса

30. К моделям развития венчурной деятельности не относится...

- а) создание фондов фондов
- б) краткосрочное кредитование
- в) предоставление гарантий возврата убытков при инвестировании

Практические задания к разделу 1

Задание 1 «Предварительный анализ объектов венчурных инвестиций»

Исходные данные (актуальны на июнь 2020 года)

Проект 1

«*Fight to Fame*» является проектом боксера М. Тайсона, Ф. Камалабади, главы ТВ-направления Т. Смита, эксперта по криптовалютам С. Ларимера. Он

представляет собой развлекательную платформу поддержки начинающих спортсменов с использованием технологий блокчейна. Стартап позволяет зарабатывать средства и повышать статус спортсменов, предоставляя возможность участвовать пользователям в соревнованиях по всему миру, принимать приглашения в съемках рекламных роликов, фильмов. Также платформа предусматривает интеграцию контентов социальных сетей, прямых трансляций матчей, реалити-шоу, платформ, предоставляющих букмекерские услуги.

Проект 2

Рекрутинговая платформа «Подбор» автоматически анализирует данные профилей ИТ-специалистов на различных ресурсах (*Stack Overflow, LinkedIn*), группирует их по пользовательским запросам и дает оценку уровню компетенций соискателей с точки зрения владения языками программирования с использованием данных репозитариев (например, *GitHub*). Кроме того, она способна выполнять вероятностный анализ. Например, если соискатель владеет такими языками, как *Yii* и *Laravel*, то существует высокая вероятность того, что ему известен и *PHP*. Идея проекта принадлежит соучредителю стартапа «*Potok*» К. Николаеву.

На первом этапе платформа будет работать на отечественном рынке, который продолжает расти. Пользователям будет предлагаться пробный бесплатный период на две недели, далее стоимость подписки за месяц, включающей доступ к 1 тыс. резюме, будет на уровне 15 тыс. рублей.

Проект 3

Проект *Whoosh* относится к сфере транспортного шеринга. Через мобильное приложение совершеннолетние жители и гости города (на первом этапе, это город Санкт-Петербург) могут воспользоваться услугой аренды электросамокатов *Xiaomi* со максимальной скоростью 20 км/ч и запасом хода в 30 км. Стоимость одной минуты составляет около 5 рублей, также предусмотрен депозит в размере 50 руб. Разблокировка самоката происходит через QR-код. Однако на первых этапах сервисом можно воспользоваться только в отдельных районах. Если самокат покидает зону обслуживания, то его колеса могут быть заблокированы после предупреждающего сигнала.

Проект 4

Проект *VisionLabs* представляет собой систему отслеживания усталости водителей и предполагается к внедрению на сервисах такси (*Яндекс.Такси, Uber Russia*). Система включает инфракрасную камеру, закрепляемую на лобовом стекле, и обрабатывающий полученные сигналы софт, который встраивается в агрегатор. При обнаружении признаков усталости и переработки на основе анализа данных от 68 точек лица водителям будет автоматически ограничиваться доступ к новым заказам. Система работает автономно и интернет при этом не используется. Планируемый объем инвестиций составлял не менее 4млрд руб. в течение 3х лет.

Проект 5

Проект *Neuralink* развивается на стыке нейронауки и биотехнологий. Он связан с технологиями вживления «нитей» толщиной 4–6 мкм с помощью спе-

циального устройства в мозг живого существа с целью считывания и передачи информации. Данная технология, по заявлению компании-разработчика и ее основателя И. Маска, безопаснее и быстрее аналогов чипирования благодаря используемым материалам и технологии вживления. Устройство прошло тестирование на животных.

Проект 6

Новый программный продукт китайской компании *Megvii* способен идентифицировать собак по носу, отличая одну от другой посредством технологий назальной биометрии. Фото носа собаки с разных ракурсов анализируется с помощью специального софта. Накопление данных позволит повысить точность работы программы и приблизить параметры ее работы к софтам по идентификации лиц людей. Заявленная точность составляет 95%. Программа позволит выявлять владельцев собак при возникновении нарушений законодательства, что повысит их ответственность за своих питомцев.

Проект 7

Компания *Prellis Biologics* работает в сфере биотехнологий и планирует создать потоковое производство сосудистой ткани, а также других органов, с помощью технологии 3D-печати в целях трансплантации. Кроме того, в планах есть направление коммерциализации инсулин-продуцирующих клеток и изготовление сосудистых шунтов из ткани пациентов. При этом, по словам сооснователя и CEO *Prellis Biologics* М. Метью, стоимость напечатанных органов будет сопоставима со стоимостью донорских органов. Ранее компания привлекала инвестиционные ресурсы в размере \$8,7млн.

Проект 8

Роботизированные механизмы *Promobot* общаются на нескольких языках и являются первыми в своей серии роботами-консультантами, взаимодействующими на арабском языке (в процессе изучения иврит). Их планируют поставить в кувейтские и израильские медицинские клиники, а также в школы Швеции, Саудовской Аравии. Стоимость робота около \$25тыс. Уже заключены контракты с такими компаниями, как *Kiran Tech*, *Meleh Tech*, *Robotprof*.

Проект 9

Сингапурский проект *Biofourmis* основан с целью создания трекеров медицинского назначения и располагается в Бостоне, имея представительства в Индии и Швейцарии. Данные трекеров позволяют медицинским сотрудникам отслеживать результаты лечения и динамику состояния пациентов. На основании получаемых данных врачи могут корректировать лечение и назначать лекарства удаленно в отдельных случаях.

Также компания занимается развитием и других цифровых решений в здравоохранении, в частности в сфере кардиологии, онкологии, респираторных заболеваний.

В общей сложности проект уже привлек \$145млн.

Проект 10

Компания *Ring* разработала беспилотный летательный аппарат (дрон), предназначенный для наблюдения в помещениях жилого назначения в отсут-

стве владельцев. Он аккуратно перемещается в пространстве и транслирует изображение на телефон владельца. Основная функция дрона Always Home Cam охранная, поэтому он сопряжен с охранной сигнализацией. Дрон патрулирует помещение либо с заданной периодичностью, либо по запросу владельца. Кроме того, с помощью дрона можно просто наблюдать за домашним питомцем или проверять состояние электроприборов. Ориентировочная стоимость дрона около \$250.

Задание

1. Проанализируйте представленные проекты. Укажите преимущества и недостатки каждого из проектов.

2. Какие из предложенных проектов являются наиболее привлекательными для венчурных инвестиций. Почему именно эти?

3. Расположите данные проекты по степени привлекательности для венчурных инвесторов. Ответ обоснуйте.

4. Расположите данные проекты по уровню риска для венчурных инвесторов. Ответ обоснуйте.

5. Расположите проекты по величине требуемых инвестиций. Ответ обоснуйте.

6. Расположите проекты по величине ожидаемой доходности для венчурного инвестора. Ответ обоснуйте.

7. Какие/какой из проектов Вы считаете наименее успешным? Почему?

8. Укажите функции венчурного финансирования для каждого из проектов.

Задание 2 «Мировой рынок венчурного бизнеса»

Разработайте план и проведите исследование тенденций мирового рынка венчурных инвестиций, выполнив следующие этапы:

1. Сформулируйте конкретную цель и задачи исследования исходя из того, что необходимо получить ответы на следующие вопросы:

- Каковы темпы развития мирового рынка венчурного бизнеса (объем инвестиций, количество сделок, количество венчурных фондов и т.п.)?

- Какие страны являются лидерами по темпу развития мирового рынка венчурного бизнеса в последние 5 лет? Чем это обусловлено?

- Какие тенденции развития мирового рынка венчурного бизнеса можно выделить?

- Какие направления бизнеса (*B2B/B2C/B2G*, отраслевые предпочтения, иные характеристики объектов инвестирования) являются наиболее актуальными для венчурных инвестиций в настоящий момент? Как может измениться ситуация в течение следующих 5 лет?

2. Определите перечень данных для сбора;

3. Продумайте способы сбора, обработки и представления собранных данных;

4. Определите требования к надежности, достоверности источников данных;

5. Сформируйте базу источников данных для исследования;
6. Соберите данные;
7. Выполните анализ данных и сформулируйте выводы.

Задание 3 «Анализ рынка венчурного бизнеса в РФ»

1. На основании данных исследований и новостей АО «РВК» (раздел Аналитика <https://www.rvc.ru/analytics/>), информационного портала *Venture News*, *RusBase* (раздел Аналитика <https://www.venture-news.ru/>, <https://rb.ru/tag/vc/>) и других ресурсов необходимо написать структурированный отчет (тезисно), отражающий развитие рынка венчурного бизнеса в РФ за последние 5 лет.

2. Как ситуация изменилась к настоящему моменту по каждому из выделенного Вами разделу отчета?

3. Какие меры государственной поддержки повлияли на развитие венчурного бизнеса в РФ? Какие оказались наименее эффективными? Ответ обоснуйте.

РАЗДЕЛ 2. ОРГАНИЗАЦИЯ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА

2.1 Характеристика субъектов венчурного бизнеса



«Вам не нужно быть умнее других. Вы всего лишь должны быть дисциплинированнее»

• *Warren Buffett*, американский предприниматель и инвестор

Виды субъектов венчурного бизнеса

Основным элементом венчурного бизнеса являются его субъекты - венчурные инвесторы или венчурные капиталисты. Субъектами венчурного бизнеса могут выступать бизнес-ангелы, корпоративные инвесторы, венчурные фонды, венчурные инвестиционные компании.

Бизнес-ангелы – это частные лица, имеющие достаточный капитал, опыт и желание для осуществления венчурных инвестиций. Корпоративными инвесторами являются, как правило, крупные компании, имеющие свободный капитал и квалифицированных специалистов в области инвестиций. Венчурные фонды – это независимые организации, основанные на принципах финансового партнерства, специально созданные с целью инвестирования в объекты венчурной деятельности аккумулированный ранее капитал отдельных частных и корпоративных инвесторов. Венчурные фонды также предполагают наличие организаторов и управляющей компании. Венчурные инвестиционные компании — это институциональные инвесторы, которые специализируются на венчурных вложениях. По своей сути они схожи с венчурными фондами, различие заключается в организационно-правовых аспектах.

Иногда, в узком смысле под венчурным капиталистом подразумевают менеджера или управляющую компанию венчурного фонда. Однако в общем понимании венчурный капиталист – это субъект венчурного бизнеса, осуществляющий инвестиции в рискованные проекты.

Венчурные капиталисты: характеристика, отличительные черты от инвестора и предпринимателя

Кто же такие венчурные капиталисты? Венчурным капиталистом может быть физическое или юридическое лицо? Он действует, в первую очередь, как благодетель или как бизнесмен, предприниматель? Как его воспринимать: как источник финансирования или партнера? Чтобы ответить на эти вопросы необходимо рассмотреть подробнее, какими характеристиками обладает венчурный капиталист, как явление в целом (рис.14), и как индивидуальный или корпоративный инвестор, в частности.

Главным принципом действия венчурного инвестора, как и любого другого инвестора, является преумножение капитала, так как в этом заключается суть инвестиций, как таковых. С этой точки зрения, венчурные инвестиции – это инструмент получения финансовых выгод, а, значит, венчурный капиталист – это бизнесмен. Но в отличие от бизнесмена, венчурный капиталист должен разбираться в фондовых процессах, тенденциях фондовых рынков, то есть об-

ладать навыками финансового анализа.

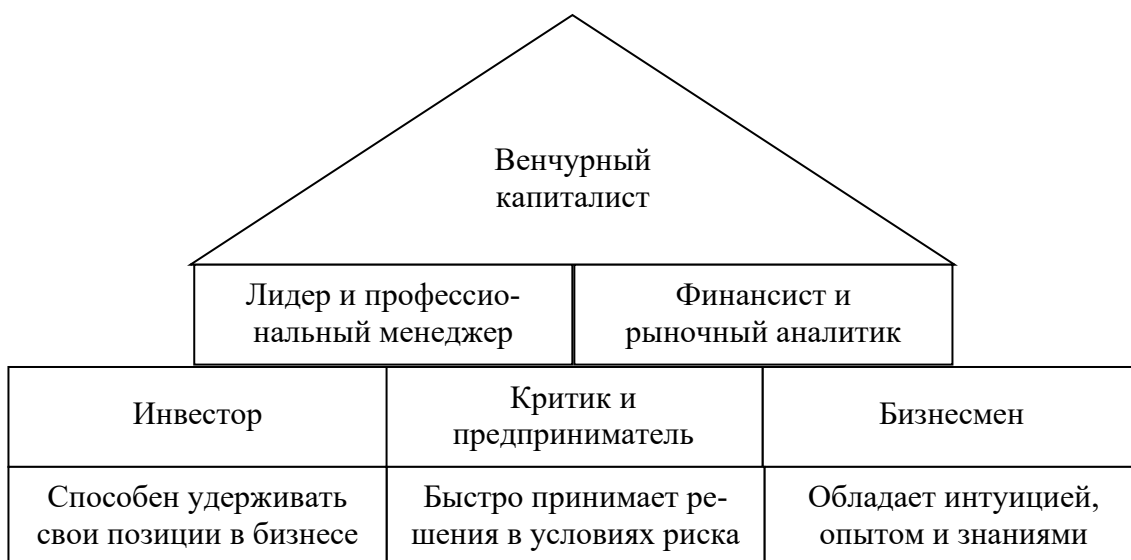


Рисунок 14 – Характеристики венчурного капиталиста

Необходимые компетенции для отбора проектов, определения успешных объектов для вложения — это черты присущие критику, предпринимателю и инвестору, который не только опирается на профессиональный многосторонний инструментарий оценки, но и доверяет своей интуиции. Стоит отметить, что в некоторых случаях интуиция играет более важную роль, чем анализ данных, так как на профессиональном уровне она формируется с учетом факторов, которые не всегда можно проследить по показателям и критериям.

Наконец, венчурный капиталист – это лидер и профессионал в управлении, так как он, как правило, является более опытным партнером проекта и его уверенность в успехе мотивирует остальных участников. Для того, чтобы участвовать в управлении компанией, венчурный капиталист должен иметь юридическое право на управление, которое появляется, если он имеет долю, занимает место в совете директоров. Стратегическое управление требует умения быстро принимать решение в условиях неопределенности. Но в отличие от основателей компании венчурный капиталист заинтересован в развитии компании только до момента выхода из нее и вывода своего капитала, что в среднем составляет 5-10 лет.

Visitation Right –

право посещения заседания совета директоров, предоставляемое инвестору

Степень вовлеченности капиталиста в управление бизнесом определяет его роль и характеристики. Ситуация, когда он активно участвует в деятельности компании в постинвестиционный период посредством оказания помощи в кризисных ситуациях называется «руки на штурвале» (*Hands-on, Living with Company, Aftercare*). Это может быть не только помощь в случае обращения, но и обмен информацией, отчетами на регулярной основе. Инвестор при этом классифицируется как активный и выполняет одну из активных ролей. Напри-

мер, он может быть «резонатором» или «пресвященным скептиком» (*Accredited Investor Sounding Board*), авторитетное мнение, реакция и советы которого являются индикаторами для стратегических решений и поступающих предложений. В кризисных ситуациях венчурный капиталист выполняет роль «пожарного» (*Firefighter*) и берет на себя управление, когда менеджмент впадает в панику и не способен адекватно принимать решения.

Таким образом, активный венчурный капиталист создает стоимость компании, как за счет финансовых вложений, так и за счет своих временных и трудовых затрат. Активность инвестора повышает вероятность успеха его проектов. Это привлекает более компетентных и перспективных предпринимателей, которые реализуя свой потенциал при поддержке и консультациях, добиваются своих целей быстрее, стоимость бизнеса растет быстрее, он становится привлекательнее для финансирования, что создает условия для ее успешного выхода на IPO, вхождения в список единорогов. Компания становится примером успеха, создает общественный резонанс. Это, в свою очередь, положительно отражается на репутации инвестора. Таким образом формируется его собственный успешный бренд и накапливается капитал для реинвестирования.

Однако существует и обратная ситуация, когда венчурный капиталист, вкладывается в компанию только финансовыми средствами и практически не участвует в управлении. Она называется «пассивное участие в управлении» (*Hands-off*), а инвестор, не вовлеченный в управление и стратегическое руководство, становится «молчаливым, неактивным партнером» (*Silent Partner*).

Если венчурный инвестор может выбирать степень участия в управлении компанией, то чем же венчурный инвестор отличается от акционерного? Дело в том, что у них разные цели и объекты вложения (рис. 15). Акционерный инвестор, как правило, вкладывается в устойчиво развивающиеся компании с динамикой роста стоимости акций и прибыльности. Он стремится усилить свое влияние в компании, увеличить долю и не планирует выхода из нее до возникновения на это причин. Венчурный инвестор, наоборот, инвестирует на ранних стадиях зарождения бизнеса, оценивая их не по показателям прибыльности, а с точки зрения потенциала роста и масштабируемости. Его интересует доход после выхода из компании, который он планирует до вложения средств. Поэтому венчурный инвестор часто остается миноритарным акционером (*Minority Shareholder*), то есть не имеющим контрольного пакета акций.

Dog-and-Pony Show «шоу с пони и собачками»

или «цирковое представление» - тщательно продуманные презентации со стороны руководства портфельной компании с целью получения одобрения своей политики активного инвестора.

Sweat Equity «капитал, добытый трудом» стоимость компании, полученная за счет трудовых и временных затрат.

Financial Equity - стоимость компании, полученная за счет финансовых вложений.

Акционерный инвестор	Венчурный инвестор
<ul style="list-style-type: none"> •Инвестирует в устойчиво развивающиеся компании •Увеличивая долю стремится к усилению влияния •Не планирует продажу акций 	<ul style="list-style-type: none"> •Инвестирует в быстрорастущий бизнес на стадии создания и развития •Не стремится к получению полного контроля над компанией •Изначально планирует выход из проекта

Рисунок 15 – Отличие акционерного инвестора от венчурного

Очевидно, что венчурные инвестиции – это далеко не самый простой способ получения дохода на вложенный капитал из множества различных вариантов инвестирования в финансовые инструменты, недвижимость, банковские активы, собственный бизнес и др. Кроме того, не всегда предприниматели воспринимают активное участие венчурного капиталиста в управлении компанией, как положительный момент, так как мнения инвестора и предпринимателя могут не совпадать по какому-либо вопросу, и возникают конфликтные ситуации. Предпринимателям может казаться, что венчурный капиталист не понимает их бизнеса в должной степени, не заботится о долгосрочном росте компании, а лишь стремится быстро заработать деньги. Стоит отметить, что такой подход также имеет место в практике венчурного бизнеса. Такого инвестора называют «капиталист-стервятник» (*Vulture Capitalist*). Однако негативная окраска названия термина говорит о том, что это исключение из правил. Венчурные капиталисты, в свою очередь, могут воспринимать недостаточное внимание к их советам и рекомендациям, как проявление высокомерия, упрямства, недоверия, недооценки важности их заслуг и финансовой поддержки.

Vulture Capitalist «капиталист-стервятник» - негативный термин, характеризующий инвестора, который «чует» возможность быстро заработать деньги и не проявляет серьезных намерений вкладывать средства в компанию с долгосрочным потенциалом развития.

Однако именно венчурные инвестиции позволяют иметь более высокую доходность, реализовывать причастность к научно-техническому прогрессу и инновациям, не являясь изобретателем, и удовлетворять в полной мере потребность в ощущениях от риска, испытаний, выигрыша, которая присуща венчурным капиталистам. Поэтому, накапливая определенный капитал, инвестор становится потенциальным венчурным капиталистом, так как данная сфера становится все более привлекательной, оставляя на выбор три варианта действия: вкладывать средства через венчурные фонды, действовать как корпоративный инвестор или становится частным инвестором (бизнес-ангелом).

2.2 Бизнес-ангелы



«Индивидуальный инвестор должен действовать последовательно как инвестор и непоследовательно как спекулянт»

• *Benjamin Graham*, американский экономист и инвестор

Кто такие бизнес-ангелы?

Бизнес-ангелом называют частное лицо, готовое инвестировать личный накопленный капитал в перспективные проекты на начальном этапе их развития. Сам термин появился в США в начале 1920х годов. Ангелами стали называть инвесторов, финансирующих постановки на Бродвее. Первым бизнес-ангелом считается Фред Терман, который в 1951 году в качестве вице-президента Стэнфордского университета создал индустриальный парк, ставший впоследствии Кремниевой долиной. А первой компанией с венчурным капиталом называют *Hewlett-Packard*. Однако еще в период зарождения венчурного бизнеса в США в конце XIX века инвестированием в технологичные молодые компании занимались семьи богатейших предпринимателей Вандербилтов, Витнесов, Морганов и Рокфеллеров. По сути, именно они и были первыми бизнес-ангелами.

Бизнес-ангелы участвовали во многих сделках, позволивших появиться таким компаниям, как *Apple*, *Facebook*, *Google*. Однако мы все знаем имена их основателей, а имена поверивших в них инвесторов известны далеко не каждому. Майкл Марккула вложил в компанию *Apple* \$250тыс. в 1977 году для запуска массового производства второй версии компьютеров и вошел в совет директоров. В 1990 году он продал свою долю за \$153млн. Энди Бехтольшайм в 1997 году поверил Лари Пейджу и Сергею Брину, вложив \$100тыс. в проект *Google*. Питер Тиль инвестировал в 2004 году \$500тыс. в *Facebook* и вошел в совет директоров.

Однако для того, чтобы участвовать в подобных сделках необходимо уже иметь начальный капитал в несколько тысяч долларов, относиться к группе так называемых людей с высокой чистой стоимостью («*High Net Worth Individual*», *HNWI*) и быть готовым к крупным финансовым потерям. По статистике пятый бизнес-ангел получает прибыль с проектов в размере 10-15% годовых, каждый четвертый – более 20% годовых, остальные либо возвращают вложенные средства без прибылей, либо теряют их.

Таким образом, бизнес-ангелы — это индивидуальные инвесторы, которым присущи основные характеристики венчурных капиталистов, а также ряд особенностей:

1. Они отличаются большей лояльностью к своим партнерам, выстраивая более тесные, длительные личные связи с предпринимателями и выступая их благодетелями, наставниками, консультантами;

2. Как правило, это опытные предприниматели, бизнесмены, топ-менеджеры крупных корпораций компаний, большая часть из которых по ста-

тистике мужчины;

3. Бизнес-ангелы вкладываются на ранних стадиях проектов, так как они в большей степени склонны к риску и авантюрам;

4. Имеют большую свободу в выборе проектов, более субъективны, поэтому ориентируются на личную заинтересованность в них, причем не только финансовую;

5. Используют преимущественно собственный капитал в отличие от фондов, финансовых организаций;

6. Требуют меньше гарантий, не обременяют дополнительными платежами, процентами;

7. Готовы участвовать в проектах на более выгодных для предпринимателей условиях, чем венчурные фонды или корпоративные инвесторы.

Типы бизнес-ангелов

Сочетание характеристик, присущих бизнес-ангелу, зависит от его типа (рис. 16).

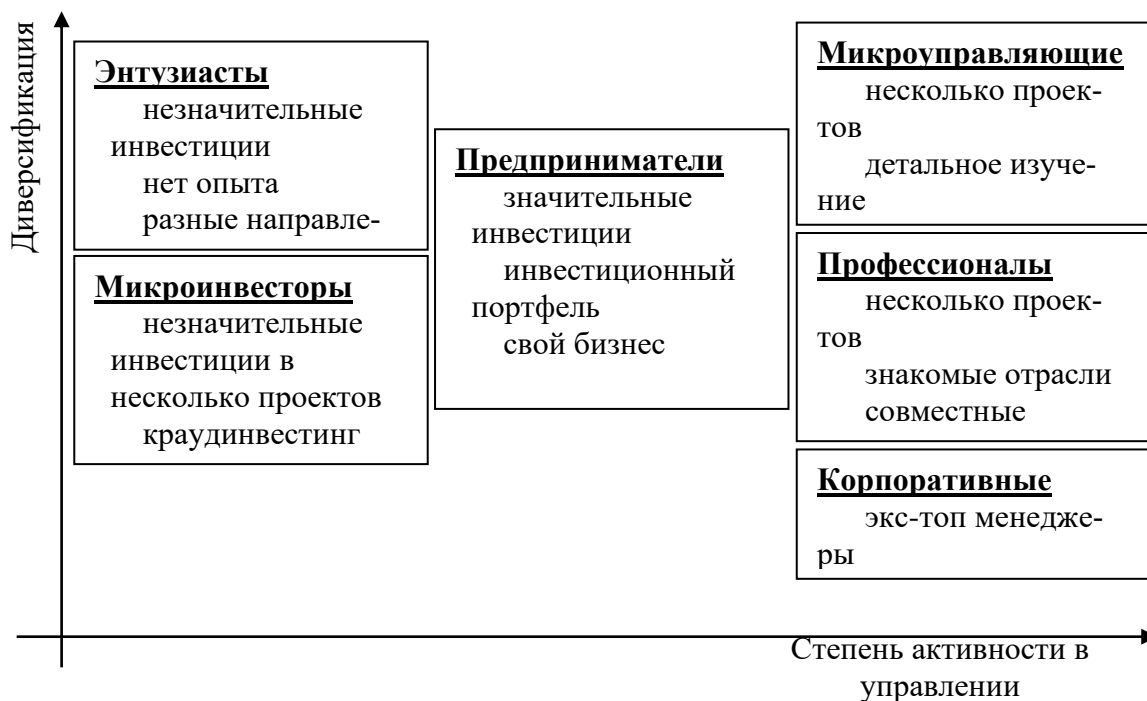


Рисунок 16 – Типы бизнес-ангелов

Бизнес-ангелы «энтузиасты» инвестируют небольшими суммами одновременно в несколько объектов наиболее «популярных» отраслей. Они имеют капитал, но не имеют достаточно компетенций для отбора проектов, поэтому придерживаются принципа диверсификации и не управляют объектами вложений. Для них в большей степени имеет значение результат, нежели процесс.

По схожей схеме действуют «микроинвесторы», распределяя незначительные суммы между различными проектами, зачастую посредством краудинвестинга, что подразумевает лишь финансовое участие в проектах, без доступа

к управлению.

Ангелы «предприниматели» инвестируют накопленный в результате своей успешной предпринимательской деятельности капитал в достаточно крупных размерах. При этом они продолжают руководить своим бизнесом, а инвестиции в венчурные проекты рассматривают, как один из способов сохранения и преумножения средств в своем инвестиционном портфеле, но не профессиональную деятельность. Поэтому они не стремятся активно участвовать в управлении объектов вложения. Однако если объект инвестиций, связан с их основной деятельностью, то они используют его ресурсы.

Ангелы «микроуправляющие» относятся к активным инвесторам. Они детально изучают проекты, принимают более взвешенные инвестиционные решения и контролируют свои проекты, занимая руководящие должности или место в совете директоров. Они берут на себя вспомогательные бизнес-процессы (бухгалтерию, поиск подрядчиков и др.), обеспечивая разработчикам условия для концентрации над основными процессами.

В отличие от них ангелы «профессионалы», наоборот, свою основную деятельность связывают именно с инвестициями. Они хорошо разбираются в отдельных отраслях и предпочитают инвестировать как малые, так и крупные суммы именно в них. Используют свой потенциал для выращивания «единорогов». Специализация на отдельных отраслях приводит к формированию определенных деловых связей, поэтому они часто реализуют совместные проекты.

Корпоративные ангелы также обладают достаточным опытом и компетенциями для руководства компанией-объектом, которые, как и инвестиционный капитал, получили в качестве топ-менеджеров крупных корпораций. Обычно сосредотачиваются на одном-двух проектах, активно участвуя в их управлении.

Во что инвестируют бизнес-ангелы?

Сферы инвестиций бизнес-ангелов различны, так как они в меньшей степени, чем другие субъекты венчурного бизнеса, ограничены рамками и требованиями, учитывают только свои интересы и несут ответственность только в рамках личного

вложенного капитала. Кроме того, они не обязаны отчитываться и суммы сделок зачастую держаться в секрете. Поэтому сложно четко определить в какие сферы и в каких объемах вкладываются бизнес-ангелы. Тем не менее можно выделить основные направления и тренды.

Примерно по 30% инвестиций бизнес-ангелов мирового сообщества осуществляется в биотехнологии и сферу потребительских товаров и услуг. Еще 20% инвестиций приходится на предприятия ИТ-сферы, 10% - блокчейн-технологии.

На отечественном рынке ситуация отличается (табл. 1). ИТ – стартапы и цифровая сфера относятся к наиболее привлекательным направлениям для рос-

<p><i>Business Angel Hot Spots</i> «зоны наибольшей активности бизнес-ангелов» - отрасли или страны с высокой активностью бизнес-ангелов, измеряемой количеством компаний, в которые проводятся инвестиции, и количеством вложенных средств.</p>
--

сийских бизнес-ангелов. Многие из них отдают предпочтение таким направлениям, как здоровье и биотехнологии, продукты и услуги *B2B*, *B2C*. Также отечественных частных инвесторов интересуют такие сферы, как приборы и устройства, медиа и развлечения.

Стоит отметить, что в последние годы наблюдается тенденция осуществления «этичных инвестиций» (*Ethical Investment*), то есть инвестиций в компанию, которая своей деятельностью не наносит ущерба человечеству и окружающей его живой природе. Таким образом, в мировом масштабе сокращаются венчурные инвестиции в табачные, алкогольные производства, в компании, проводящие испытания на животных, и т. п.

По активности инвестирования бизнес-ангелы не уступают венчурным фондам, а иногда даже превосходят их. Согласно рейтингу АО «РВК», в 2019 году объем венчурных сделок бизнес-ангелов составил 43% против 42% сделок венчурных фондов и 15% корпораций.⁷ При этом бизнес-ангелы являются наиболее закрытой группой субъектов венчурного рынка, а значит фактическое количество сделок на рынке с участием бизнес-ангелов гораздо больше, чем отражается в открытых источниках.

Таблица 1 – Сферы интересов отечественных бизнес-ангелов

Бизнес-ангел (РФ)	Сферы вложений
Дмитрий Шурыгин	Высокотехнологичное ИТ-оборудование
Сергей Дашков	Фудтех, разные отрасли
Эдуард Фияксель	Телекоммуникации, ИТ, биотехнологии
Богдан Яровой	Анализ данных, онлайн-образование, здоровье, маркетплейсы с высоким сетевым эффектом
Александр Бородич	Мобильные приложения, торговые сервисы, онлайн-образование
Габиль Тагиев	Игры, искусственный интеллект, блокчейн, анализ данных, образование
Игорь Рябенский	Образование, финансы, медицина, ИТ, развлекательно-игровая сфера
Игорь Мацанюк	Мобильные и игровые приложения
Алексей Карлов	Медицина, мобильные приложения, визуализация изображений
Виталий Полехин	Наука, здоровье, интернет-сервисы и технологии
Константин Синюшин	Управление мобильными приложениями, инновационные способы коммуникаций, развлечения, облачные технологии
Павел Черкашин	Социальные сети, поисковые технологии, развлекательные и социальные сети, фото и видео-контент
Юрий Мильнер	Социальные сети, видеоплатформы, торговые онлайн платформы, транспорт и доставка, финансовые технологии, медицина, космос
Сергей Галицкий	Телекоммуникации, продукция <i>B2B</i> , интернет вещей <i>IoT</i> , смарт-технологии
Валентин Гапонцев	Лазерные технологии

⁷ Согласно рейтингу активности венчурных инвесторов в 2019 году АО «РВК»: <https://ratings2019.rvc.ru/>

Объединения бизнес-ангелов

Являясь индивидуальными инвесторами, бизнес-ангелы все же создают неформальные сообщества и объединения. Неформальные ассоциации бизнес-ангелов, формируемые в пределах одного региона или в масштабах страны, а также на межгосударственном уровне, называют «Сетью бизнес-ангелов» (*Business Angel Network*). Одна из наиболее развитых сетей бизнес-ангелов Европы находится в Финляндии и называется *FIBAN*. Она включает более 600 участников.

К наиболее известным российским объединениям бизнес-ангелов относятся:

- Бизнес-ангелы Санкт-Петербурга;
- Инвестиционный клуб Сколково;
- Фонд развития интернет-инициатив;
- Национальная ассоциация бизнес-ангелов;
- Национальное содружество бизнес-ангелов;
- Союз организаций бизнес-ангелов;
- Фонд бизнес-ангелов *AddVenture*.

2.3 Венчурные фонды, патентные тролли



«Большую часть времени я трачу на изучение новых технологий. Я должен знать, что происходит в мире и как на этом заработать»

• *Carlos Slim Helu*, бизнесмен, инвестор, филантроп

Сущность венчурных фондов. Отличие от бизнес-ангелов

Институциональным субъектом венчурного бизнеса является венчурный фонд (*Venture capital fund, VCF*). Он представляет собой механизм инвестирования посредством аккумуляции и управления капиталом нескольких субъектов венчурного бизнеса, вложения его в высокорисковые, инновационные объекты, удовлетворяющие определенным критериям.

В отличие от бизнес-ангела венчурный фонд является юридическим лицом, созданным на основе партнерства. В РФ существует два варианта регистрации венчурного фонда: на основе договора простого товарищества и в виде закрытого паевого инвестиционного фонда особо рискованных вложений (ЗИПФ ОРВ). Как и любая другая организация, венчурный фонд стремится к минимизации операционных издержек, выбирая наиболее удобные формы взаимодействия с инвесторами. Большинство фондов вкладываются уже на стадии начального роста компаний, в то время как бизнес-ангелы готовы инвестировать в проекты, которые существуют лишь в виде бизнес-плана.

Заклучив сделку, венчурный фонд тесно связывает себя с объектом инвестиций и всегда контролирует его деятельность, так как несет ответственность за вложенные средства перед инвесторами. По этой же причине процедура отбора проектов для инвестиций венчурного фонда гораздо сложнее, имеет чет-

кие критерии, задачи и требует участия команды специалистов. При этом необходимо согласовать гораздо больше условий, учесть интересы всех участников сделки. Поэтому из всех заявок финансирование получают лишь 1-2%.

Взаимодействие с фондом осуществляется по разработанным схемам и процедурам, в тоже время взаимодействие с бизнес-ангелом имеет более непредсказуемый характер. Например, ангел-«предприниматель» может принимать решения относительно объектов инвестирования исходя из положения дел его основного бизнеса, личной занятости и заинтересованности, а аналитики и ассоциированные партнеры фонда оценивают проекты в рамках своих должностных или договорных обязательств. При этом опыт и компетентность специалистов фонда сопоставимы с опытом и профессионализмом бизнес-ангелов.

Механизм функционирования венчурных фондов

Рассмотрим подробнее механизм функционирования венчурного фонда, представленный на рисунке 17. Инициатором создания венчурного фонда является организатор. Организатор устанавливает цели и задачи фонда, определяет направления деятельности. Однако оперативным управлением фонда занимается управляющая компания, инвестиционный комитет или консультативный совет (*General partner, GP*). Организатор фонда и управляющая компания могут быть аффилированными лицами, то есть быть взаимосвязаны. Например, управляющей компанией ИТ-фонда «Сколково», индустриального и агротехнического фондов является компания *Skolkovo Ventures*. Инвесторами выступают частные лица, государственная компания АО «РВК».

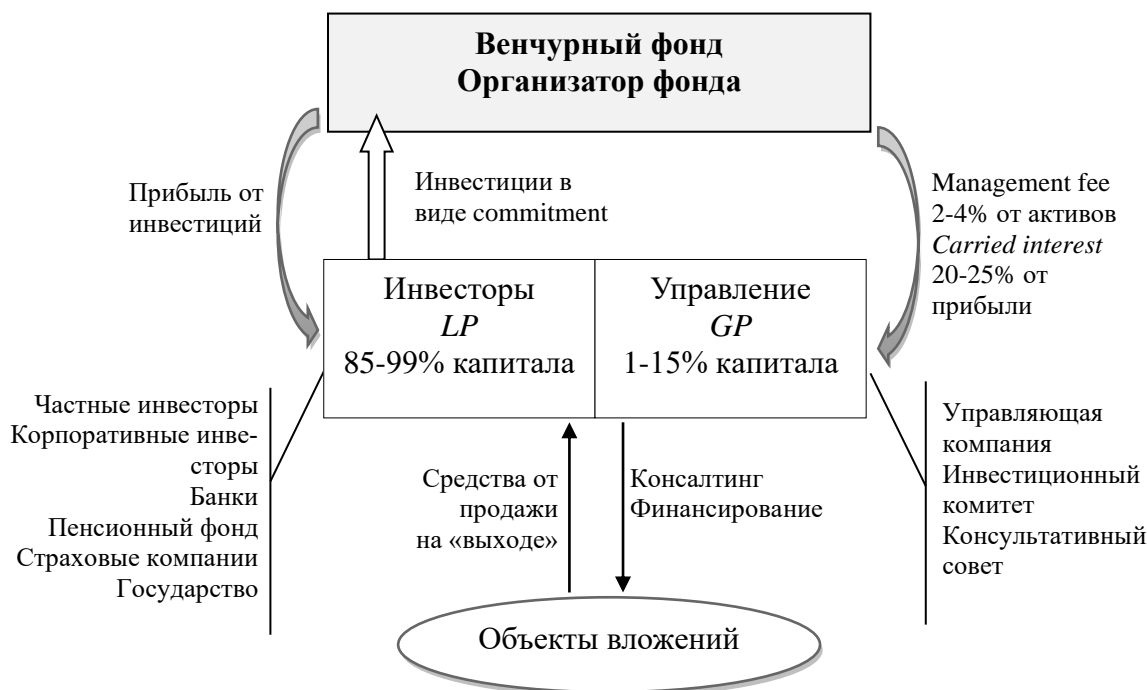


Рисунок 17 – Механизм функционирования венчурного фонда

Управляющая компания вкладывает 1-15% в фонд и получает 20-25% от заработанной прибыли (*Carried interest*) и 2-4% от величины активов фонда

(комиссия за управление активами, *Management fee*) в качестве вознаграждения за управление капиталом. Однако фонд должен достичь «пороговой доходности» (*Hurdle rate*), выраженной внутренней нормой рентабельности, прежде чем генеральные партнеры или управляющие смогут получить удерживаемое вознаграждение.

***Praecipium* «прайсипиум» -**

доля ведущего менеджера в комиссионных за управление, которую он оставляет себе до распределения между остальными.

***Sweet Equity* «сладкие акции» или «морковка» -**

дополнительный процент акций, который дается менеджерам компании сверх их прямого финансового участия в качестве дополнительной мотивации.

Остальная часть капитала фонда (85-99%) формируется за счет вкладов инвесторов (*Commitments of Limited Partners, LP*), которые по результатам деятельности фонда получают 75-80% инвестиционной прибыли. В качестве инвесторов могут выступать как физические, так и юридические лица, банки, страховые компании, государство, а также другие фонды, например, пенсионный, если это не противоречит действующему законодательству страны⁸. Инвесторы вносят средства согласно утвержденному фондом плану-графику (*Takedown schedule*), обеспечения фактическое перемещения денежных сумм под контроль управляющей компании. Существует минимальный процент возврата на вложенные средства, установленный в договоре, так называемая «планка» (*Hurdle*).

***Anchor, Cornerstone Investor* «якорный, опорный инвестор» -**

инвестор, который первым внес значительную сумму капитала фонда, что послужило примером и привлекло других инвесторов. Часто таким инвестором является государство или его агентство.

Объектам венчурной деятельности фонды предоставляют финансирование и консалтинг в обмен на долю в бизнесе, средства от продажи которой при выходе из проекта и формируют доход фонда. Например, Фонд «РоснаноМедИнвест» (РМИ), созданный по инициативе Инвестиционной компании РОС-НАНО и управляемый «РМИ Партнерс», обеспечивает не только финансирование, но и стратегическую, и кадровую поддержку объектам вложений-компаниям в сфере медицинских разработок.

Отличие венчурных фондов от фондов прямых инвестиций

Чем же отличается венчурный фонд (*VCF*) от фонда прямых инвестиций (*Private equity fund, PEF*), если они имеют одну цель: получение прибыли за счет продажи инвестиций по более высоким ценам через определенный период времени и выплата прибыли инвесторам, имеющим долю в капитале?

Во-первых, фонды прямых инвестиций вкладываются в уже развитый бизнес, а не развивающийся, так как делают ставку на стабильный доход от всего портфеля, а не на быстрорастущие компании-единороги. Поэтому при отборе объектов инвестирования они ориентируются на наличие недооценённых активов, стоимость которых может возрасти при правильном управлении. Вен-

⁸ В РФ в настоящее время пенсионные фонды не имеют права вкладывать средства в венчурные фонды из-за высоких рисков

чурные фонды обращают внимание не на активы, а на опыт и компетенции команды, ее потенциальную возможность построить и масштабировать бизнес.

Во-вторых, фонды прямых инвестиций стремятся к контролю над компаниями, поэтому имеют узкую специализацию и вкладывают большой объем инвестиций в каждый проект, приобретая контрольный пакет акций. Венчурные фонды, наоборот, выбирают диверсификацию при меньших объемах вложения в один проект с целью минимизации рисков.

В-третьих, фонды прямых инвестиций используют 80-90% заемного капитала, когда венчурные фонды управляют вкладами партнеров.

Основные отличия венчурных фондов от фондов прямых инвестиций представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Различия венчурного фонда и фонда прямых инвестиций

Критерий сравнения	Фонд прямых инвестиций	Венчурный фонд
Уровень зрелости объекта инвестиций	Развитый бизнес	Начальная стадия
Критерии выбора инвестиций	Недооцененные активы	Опытная команда
Размер инвестиций, доля	Контрольный пакет	Неконтрольный пакет
Доля инвестиции в портфеле	Большой объем инвестиций в 1 проект	Меньший объем инвестиций в 1 проект из-за риска
Привлекаемый капитал	Заемный 80-90%	Вклады партнеров
Диверсификация	Узкая специализация с целью контроля	Значительная с целью минимизации рисков
Ожидаемый доход	Стабильный доход	Акцент на удачных проектах

Преимущества и недостатки инвестирования с участием венчурных фондов

Инвестирование с участием венчурных фондов имеет свои преимущества и недостатки. К преимуществам данного способа организации венчурной деятельности можно отнести следующие особенности:

- наличие значительной финансовой прочности и страховых запасов;
- наличие команды специалистов, экспертов в различных областях;
- снижение риска потери ресурсов при реализации убыточного бизнес-проекта благодаря комплексной процедуре отбора проектов;
- контроль при косвенном управлении проектами;
- грамотное управление рисками на основе стратегии диверсификации;
- более высокий потенциальный уровень доходности, чем в других видах инвестирования;
- поддержка со стороны государства.

Вместе с тем стоит отметить и недостатки осуществления венчурной деятельности в рамках фондов. Фонды предполагают выплату вознаграждений и комиссий управляющей компании, наличие операционных расходов, что снижает общий объем прибыли, распределяемой между инвесторами. Инвесторы

не могут самостоятельно выбирать проекты или участвовать в их управлении, а значит становятся пассивными инвесторами, полностью доверяя контроль над своим капиталом управляющей компании фонда в течение достаточно длительного периода (более 3-5 лет). Также, стоит отметить, высокий порог входа для индивидуальных инвесторов.

Фазы жизненного цикла венчурного фонда

Венчурный фонд, как и любая организация, имеет свой жизненный цикл. При этом, преимущественно, фонд не стремится перейти на новый этап развития, а закрывается. Это обусловлено особенностью фаз функционирования фонда (рис. 18).

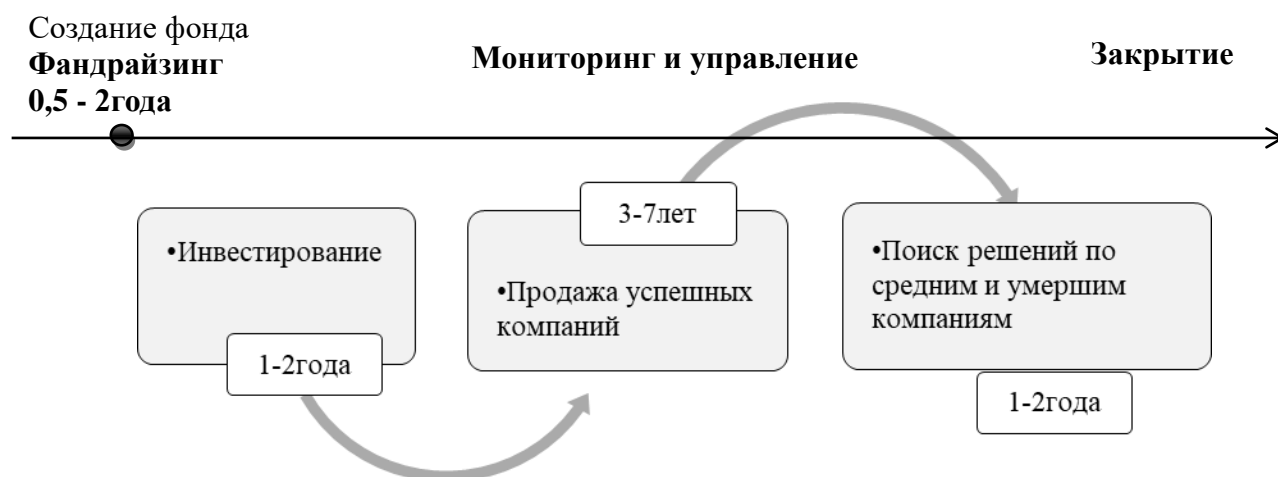


Рисунок 18 – Фазы жизненного цикла венчурных фондов

На первой фазе инициируется создание фонда, решаются организационные вопросы, заключается договор с управляющей компанией, осуществляется поиск и привлечение инвесторов, заключаются опционные соглашения, определяются способы инвестирования (*cash-up-front, commitment*). Этот период называется фандрайзинг и может длиться от 6 месяцев до 2 лет. Он заканчивается, когда капитал фонда полностью сформирован и начинают осуществляться инвестиции. Важными показателями этого периода являются количество привлеченных инвесторов, объем аккумулированного капитала. Непосредственно год, в который венчурный фонд сформировался и начал осуществлять инвестиции, называется «год ввода капитала» (*Vintage Year*). Точка перехода от первой фазы ко второй называется «начало» (*Inception*). С этого момента начинает рассчитываться внутренняя норма рентабельности, как основной показатель эффективности деятельности фонда.

Mature Funds «зрелые фонды» – фонды, существующие более двух лет

Вторая фаза инвестирования длится от одного года до двух лет. Она включает процесс оценки инвестиционных возможностей и перспектив, оценку и отбор проектов, проведение первого раунда инвестирования. Она характеризуется количеством и размером заключенных сделок, расчетным показателем

внутренней нормы рентабельности.

Следующая фаза управления и мониторинга проектов начинается с момента реализации первых инвестиций и длится в среднем от трех до семи лет. При этом фонд продолжает осуществлять инвестирование в новые проекты и управлять существующими. Проводятся следующие раунды финансирования, определяются наилучшие пути «выхода». Могут осуществляться первые продажи долей в успешных компаниях - «звездах», за счет которых и предполагается компенсация убыточных инвестиций. На этапе управления по-прежнему важны показатели доходности, количества и размера инвестиций, а также объем доступного капитала.

Фаза закрытия фонда включает поиск решений и путей «выходов» из средних (кандидаты) и умерших компаний (компании малого бизнеса). Эти решения в среднем реализуются за один-два года. Таким образом, деятельность фонда завершается продажей долей в портфельных компаниях и выплатой доходов инвесторов. Расчетная доходность прошлых этапов сравнивается с фактической.

Условие выплаты доходов инвесторам по результатам деятельности фонда определяет необходимость его закрытия. Если организаторы решают продолжать деятельность фонда, то его жизненный цикл начинается сначала. В отдельных случаях фонд может реинвестировать дивиденды, если он относится к определенному виду.

Виды венчурных фондов

Существует достаточно много различных видов венчурных фондов (рис.19).

Венчурные фонды		
<p><u>По источнику капитала</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Государственные - Корпоративные - Индивидуальные - Смешанные 	<p><u>По направлению инвестиций</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Отечественные активы - Зарубежные активы - Смешанные активы 	<p><u>По виду капитала</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Иностранные - Отечественные - Смешанные
<p><u>По стадии инвестирования</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Предпосевные и посевные - Развития и расширения - Сбалансированные 	<p><u>По отраслевой направленности</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Специализированные ИТ - Специализированные реального сектора - Универсальные 	<p><u>По географии</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Крупные с широкой филиальной сетью и представительствами - Представленные в одном или нескольких регионах
<p><u>По ограничению количества выпускаемых акций</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Закрытые - Открытые 	<p><u>По размеру портфеля</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Малые - Средние - Крупные 	<p><u>По уровню зрелости</u></p> <ul style="list-style-type: none"> - Недавно созданные - Зрелые

Рисунок 19 – Классификация венчурных фондов

Источником капитала венчурных фондов могут быть средства государ-

ства, корпоративных или индивидуальных формируются на основе государственного капитала крупных организаций. П... ные, так и зарубежные источники, если не установлено каких-либо ограничений. Например, к фондам в РФ с иностранным капиталом относятся такие фонды, как *TMT Investments*, *DST Global*, *Day One Ventures*, *Starta Ventures*, *Target Global*.

Марк Цукерберг в благодарность Гарварду, который он не закончил, вложил в эндаумент университета \$50млн.

В тоже время фонды могут иметь приоритетные направления инвестирования с точки зрения отечественных и зарубежных активов, или с точки зрения отраслевой специализации, и фокусироваться на сфере ИТ или реальном секторе.

Кроме того, фонды могут иметь ограничения по стадиям развития объектов инвестирования. Некоторые готовы инвестировать на ранних стадиях (предпосевной, посевной и стартовой), другие нацелены на проекты, находящиеся в более поздних стадиях развития и расширения. Например, Фонд развития венчурного инвестирования города Москвы, *Startup lab*, *Starta Ventures*, *A&A Capital*, ФРИИ инвестируют на ранних стадиях. Сбалансированные фонды (*Balanced funds*) имеют в своем портфеле проекты, как ранних стадий развития, так и последующих этапов.

Выделяют также малые, средние и крупные фонды в зависимости от размера их портфеля. К малым фондам относятся фонды с капиталом менее \$50млн (например, *Day One Ventures*), к средним – от \$50млн до \$150млн (например, *AltaIR Seed Fund*, ФРИИ), к крупным – более \$150млн (*Runa Capital*, *Target Global*).⁹ Это разделение условное и зависит от уровня развитости экономики страны и уровня жизни населения в конкретный период. Поэтому целесообразнее ориентироваться на развитость филиальной сети и представительств, географию деятельности для оценки размеров фонда.

Если фонд специализируется на отдельных отраслях промышленности, либо на отдельных географических территориях его называют секторным или секторальным фондом (*Sector fund*). При этом стратегия специализации фонда по стадиям, отрасли или географическому предпочтению – это фокус фонда (*Fund focus*).

Фонды могут разделяться на открытые и закрытые в зависимости от ограничения на количество выпускаемых акций. Открытый фонд (*Open-End fund*) может выпускать неограниченное число акций по требованию инвесторов, закрытый фонд ограничен фиксированным количеством акций во время первичной подписки.

Существует еще несколько самостоятельных типов фондов с различными характеристиками. Так, например, есть понятие «вечнозеленого фонда» (*Evergreen fund*), реинвестирующего дивиденды для последующих вложений (ФРИИ). Фонд, который является источником финансирования других фондов называется фондом фондов (*Fund of Funds*). Фонды, созданные при его участии, относятся к группе вторичных фондов. Эндаументы – это фонды, формирующиеся за счет пожертвований или целевых взносов с условием инвестирования средств и использования прибыли для особых целей, чаще всего – для финансирования некоммерческих ор-

⁹ По данным рейтинга активности венчурных инвесторов в 2019 г. АО «РВК»: <https://ratings2019.rvc.ru/>

ганизаций в различных секторах социальной сферы. Во многих странах такая деятельность относится к благотворительности, поэтому доход не облагается налогом. Чаще всего, эндаументы создаются при вузах, основная цель которых преумножать средства для выделения грантов на исследования.

Особенности развития венчурных фондов в РФ

Как уже было отмечено ранее, стимулирующую роль в развитии венчурного бизнеса в РФ играет государство. По его инициативе были созданы государственные фонды, а также структуры, занимающиеся организацией мероприятий в целях содействия развитию венчурного бизнеса. В 2017 году по итогам Петербургского международного экономического форума было сформулировано поручение президента по созданию венчурных фондов в корпоративных структурах, связанных с государством.

Аналитикой венчурного рынка в РФ занимаются преимущественно Российская ассоциация венчурного инвестирования РАВИ и ОАО «РВК». По данным РАВИ¹⁰ в РФ в настоящее время функционирует 178 венчурных фондов с совокупным объемом капитала \$4017млн (рис.20), 20% которых относятся к посевным.

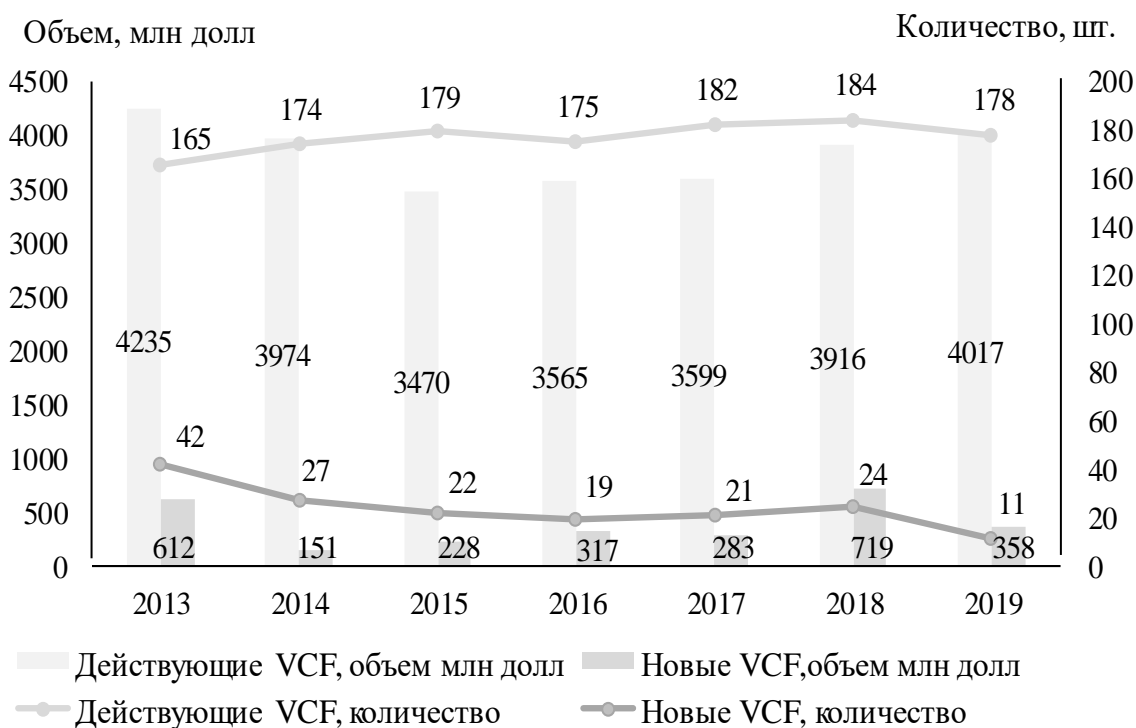


Рисунок 20 – Динамика количества и объема существующих и новых венчурных фондов РФ

ОАО «РВК» выделяет 104 наиболее активных фонда.⁸ К посевным относятся 20% венчурных фондов. В 2019 году число действующих венчурных фондов сократилось на 3%, как сократилось и количество новых венчурных

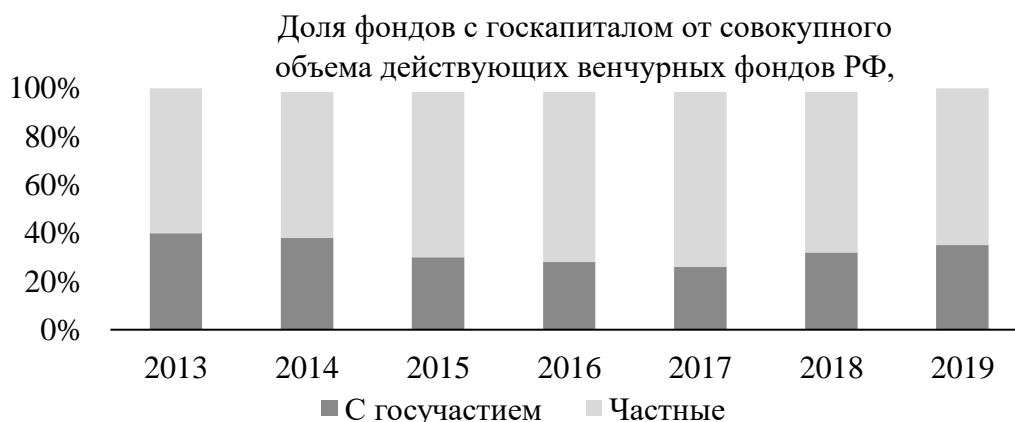
¹⁰ «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России, 2019», РАВИ
<http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2019-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

фондов на российском рынке. Наблюдается постепенное снижение прироста новых фондов с 2013 года. Если за предшествующие 5 лет в среднем в год на рынке появлялось 23 фонда, то в 2019 году в статистику было включено лишь 11 новых игроков.

Для отечественного рынка венчурных инвестиций сохраняется активная позиция государства (рис. 21).



а



б

Рисунок 21 – Доля фондов с госкапиталом от числа (а) и совокупного объема (б) действующих венчурных фондов РФ, %

Доля фондов с госкапиталом, как по количеству, так и по объему, составляет около 30%. Капитализация венчурных фондов с госкапиталом выросла на 14% по сравнению с 2018 г и составила \$1389млн. Основной вклад обеспечивают фонды с участием АО «РВК». При этом относительная стабильность числа фондов с участием госкапитала в последние годы связана как с появлением на рынке новых фондов, так и прекращением работы ранее созданных. Более 80% от совокупного объема новых фондов в 2019 г. обеспечили фонды с уча-

ствием государственного капитала.

Вместе с увеличением числа фондов с государственным капиталом уменьшилось количество частных фондов по сравнению с 2018 годом с 133 до 125. Однако их общее количество примерно в 2,5 раза превышает число фондов с госкапиталом.

В сегменте корпоративных фондов, наоборот, наблюдается положительная тенденция роста объемов венчурного инвестирования. Это обусловлено поручением Президента о создании корпоративных фондов с госкапиталом, а также возрастающим интересом к венчурной деятельности. Вместе с тем многие компании предпочитают участвовать в качестве соинвесторов в различных фондах, нежели создавать свои фонды. Доля корпоративных фондов в общем количестве фондов не превышает 10%.

Прежними остаются отраслевые предпочтения: 85% новых частных фондов специализируются на сфере ИТ, 66% новых фондов с участием государственного капитала отдают предпочтения реальному сектору экономики или осуществляют смешанные отраслевые инвестиции. В целом 55% действующих венчурных фондов работают в сфере ИТ, 13% в реальном секторе, 32% реализуют смешанные инвестиции. Данное распределение за последние годы не претерпевало каких-либо существенных изменений (рис. 22).

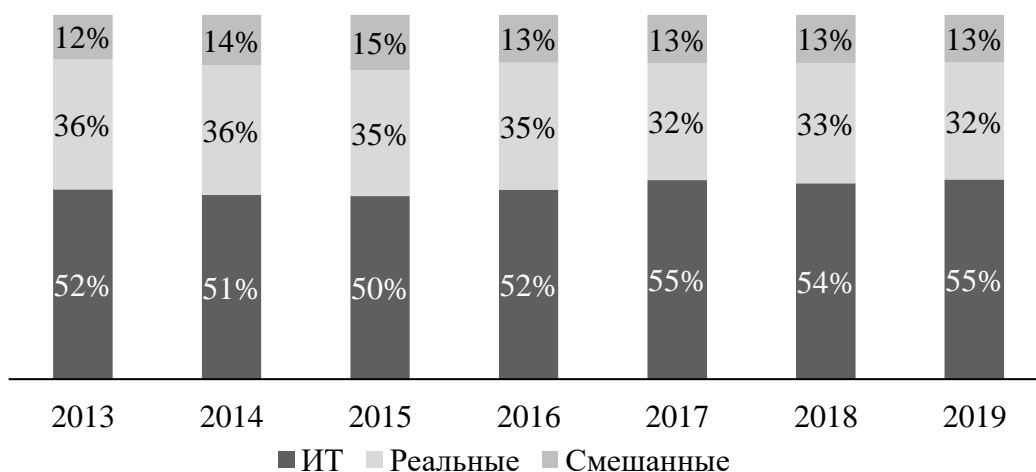


Рисунок 22 – Отраслевые предпочтения венчурных фондов РФ

Таким образом можно выделить ряд особенностей создания и функционирования венчурных фондов в РФ:

1. Доля рынка фондов с государственным участием составляет около 30%;
2. Доля корпоративных фондов от общего количества составляет 10%;
3. Более 80% инвестиций приходится на Центральный Федеральный округ;
4. До 55% инвестиций направляются в сектор ИТ, преимущественно частными фондами, что создает диспропорцию между инвестициями в сферу ИТ и реальный сектор экономики, представленный медициной, биотехнологи-

ями, промышленностью, строительством и энергетикой;

5. Изначально отечественные фонды были сформированы за счет иностранных инвестиций фонда Европейского банка реконструкции и развития ЕБРР (*European Bank for Reconstruction and Development, EBRD*);

6. Отечественные фонды имеют две возможные формы организации: на основе договора простого товарищества, закрытый паевой инвестиционный фонд особо рискованных вложений (ЗИПФ ОРВ).

Препятствия развития венчурных фондов в РФ

Безусловно меры стимулирования развития венчурного рынка в РФ имеют существенные результаты, однако периодические всплески активности на рынке сменяются спадом, наблюдается общая тенденция замедления роста количества венчурных фондов. Это объясняется воздействием ряда негативных факторов.

Во-первых, отечественный фондовый рынок не так сильно развит и характеризуется процессом стагнации. Во-вторых, адаптация законодательной базы происходит гораздо медленнее, чем требуется. Венчурная деятельность по-прежнему слабо регулируется, она не обеспечена гарантиями, не отличается оперативным выполнением юридических и бюрократических операций. По этим причинам многие отечественные венчурные инвесторы предпочитают действовать на зарубежных рынках, что формирует отток отечественных инвестиционных ресурсов. Также к неблагоприятным факторам относятся высокие риски при вложении иностранного капитала, низкая информационная прозрачность российского рынка интеллектуальной собственности.

Патентные тролли

В 2000х годах появился еще один участник инновационного бизнеса, а значит и венчурной деятельности, так называемый «патентный тролль» («патентный холдинг», «патентный дилер»). Термин возник в связи с особым видом деятельности компании Натана Мирвольда и Эдварда Джанга *Intellectual Ventures*, которая выкупала права на некоммерциализованную интеллектуальную собственность, а спустя какое-то время, когда возникал продукт, основанный на данной технологии, предъявляла иск на возмещение ущерба за неправомерное использование интеллектуального права. За несколько лет компания получила \$300млн в результате выигранных исков. Так появился термин «патентный тролль», который характеризует компанию, основной целью которой является приобретение прав на перспективные, но не получившие должного развития инновационные решения с последующим предъявлением иска и получением выплат от другого автора, реализовавшего данную инновацию.

Данная деятельность вызвала общественный резонанс, так как, с одной стороны, подобные действия портят репутацию инновационных компаний, увеличивают их затраты за счет комиссионных по искам, роялти за лицензии, что может привести к их закрытию. Дополнительные затраты на лицензии и роялти увеличивают стоимость конечного продукта и препятствуют диффузии инновации, чем затрудняют развитие рынка потребительских товаров и создают монополию на технические решения в отдельных направлениях. Таким образом,

формируется угроза патентной системе и авторским правам.

С другой стороны, такой подход создает свободный рынок идей и стимулируют конкуренцию на нем, повышая значимость и стоимость самих идей. Проявляя интерес к тем идеям, которые так могли бы и не воплотиться, патентные тролли поддерживают генераторов идей, изобретателей, что является основой роста общего научно-технического прогресса.

Однако с точки зрения венчурного бизнеса их деятельность является негативным фактором, так как влияет на уровень риска инвестиций.

2.4 Объекты венчурного бизнеса



«Инвестирование должно напоминать наблюдение за тем, как сохнет краска или как растет трава. Если вам нужен азарт, то возьмите 800 долларов и поезжайте в Лас-Вегас»

- *Paul Samuelson*, американский экономист и лауреат Нобелевской премии по экономике

Виды объектов венчурного бизнеса

Венчурные капиталисты могут вкладывать свои ресурсы в различные виды объектов (рис. 23). Это могут быть еще не имеющие юридического статуса идеи новаторов, изобретателей, воплощенные только в форме бизнес-плана. Это могут быть уже созданные малые инновационные компании на разных стадиях своего развития (*New Technology Based Small Firms, NTBFs*). Это может быть какой-то конкретный рискованный проект крупной компании с массовым производством.

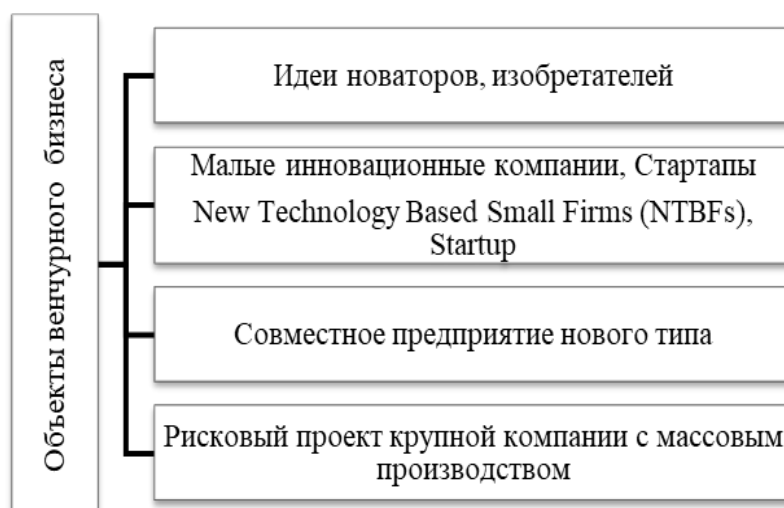


Рисунок 23 – Объекты венчурного бизнеса

Вложения в еще нереализованные отдельные идеи новаторов является наиболее рискованными, поэтому далеко не все венчурные капиталисты рассматривают эту форму для инвестиций. Как правило, на этапе формирования идеи предприниматели используют либо собственный накопленный капитал,

либо обращаются к друзьям и знакомым, берут потребительские кредиты. Если необходимы средства на проведение исследований и разработок, имеющих значимые практические результаты, то возможно привлечение грантовых средств. Однако с развитием рынка идеи, роста ценности самой идеи, как таковой, о чем свидетельствует появление таких субъектов рынка, как патентные тролли и компании, готовые выкупать еще незапатентованные идеи, происходит трансформация и венчурного рынка. Идея становится таким же привлекательным объектом инвестиций, как уже созданное предприятие на начальной стадии своего развития.

Венчурные проекты крупной компании с массовым производством реализуются специально сформированными для этой цели подразделениями. В его задачи входит разработка и производство новых типов наукоемкой продукции. Результатом его работы считается запуск нетрадиционного для компании продукта в массовое производство. При этом данные подразделения являются достаточно автономными с точки зрения управления, функционируют при минимальном административно-хозяйственном вмешательстве руководства компании. Специалисты подразделения отбирают предложения, поступающие от сотрудников или внешних изобретателей, разрабатывают схему их финансирования и сопровождают проект. Непосредственно руководством проекта чаще всего занимается автор проекта. Если подразделение становится способным полностью обеспечивать свою деятельность без системного привлечения ресурсов организации, его выделяют в самостоятельное юридическое лицо. Процесс обретения подразделением независимости называется *Spin-out* или *spin-off*.

Совместное предприятие нового типа предполагает симбиоз мелкой наукоемкой фирмы и крупной компании. Крупная компания берет на себя финансирование, предоставляет исследовательское оборудование, обеспечивает доступ к каналам сбыта, организует сервис и послепродажное обслуживание клиентов, в то время как все ресурсы малой компании сконцентрированы исключительно на разработке инновационного продукта.

Венчурные инвестиции в малые инновационные компании – это классический вариант венчурного бизнеса. Значительный потенциал роста при потребности в финансовой поддержке делают эти объекты очень привлекательными для инвесторов, так как именно они характеризуются оптимальным сочетанием уровня риска и доходности для венчурных капиталистов.

Малые инновационные компании: сущность, виды

Предполагается, что при наилучшем варианте развития событий малая инновационная компания за короткое время возрастет в стоимости и существенно расширит масштабы деятельности. Однако далеко не все независимые инновационные компании с венчурным капиталом достигают успешной самореализации с доходностью более 20% и становятся крупными игроками на рынке. Некоторые предпочитают достичь определенных успехов и выгодно продать свой бизнес более сильным конкурентам.

Таким образом, формируются различные стратегические подходы компаний по отношению к инновациям. С этой точки зрения выделяют четыре ос-

новых типа компаний: эксплеренты, пациенты, виоленты, коммутанты. Данные названия заимствованы из биологии и характеризуют определенные группы растений или животных.

Компании-эксплеренты (от латинского *Expleo* «заполнять») также называют ласточками или пионерами. Растения-эксплеренты быстро захватывают свободные территории, например, первыми распространяются на месте пожаров. В бизнесе эти компании специализируются на создании новых или радикальных преобразований старых сегментов рынка. Они занимаются продвижением новшеств на рынок. Как правило, такие компании создаются энтузиастами, деятельность которых посвящена разработке и выпуску одной инновации, не имеющей аналогов. Они добиваются колоссального успеха и входят в историю. В тоже время быстрый темп роста определяет их потребность к слиянию для массового производства и активного масштабирования. Так *IBM* и *Apple* создали альянс в 2014 году для создания комплексных корпоративных продуктов и занятия лидерских позиций на рынке.

Пациенты (или лисы) способны приспосабливаться к жизни в изначально неблагоприятных условиях или в условиях с высокой конкуренцией. В природе этим свойством обладают выносливые растения и обитатели пустынь. Компании-пациенты специализируются на производстве продукции в определенной узкой нише. Они имеют отлаженное производство, а также потенциал для создания или адаптации новых разработок, модификации серийного производства. Их производство отличается высоким качеством продукции. Стратегии пациента придерживается, например, американская компания *Cry Research*, производство которой сконцентрировано на создании суперкомпьютеров. Несмотря на наличие мощных конкурентов, как *IBM*, в данном узком сегменте она является лидером. Еще одним примером является авиастроительное предприятие «ОКБ Сухого», которое специализируется на производстве спортивных самолетов и вертолетов.

В отличие от эксплерентов и пациентов коммутанты (или мыши) предпочитают не рисковать и используют зарекомендовавшие себя технологии. К подражающим компаниям относятся большинство субъектов рынка услуг. Коммутанты традиционного типа выбирают сферы, типичные для малого и среднего бизнеса (*Small and medium-sized enterprises, SME*). Коммутанты – подражатели копируют инновационную продукцию из-за несовершенства защиты интеллектуальной собственности, что является распространенной практикой, например, в фармацевтике, дизайне. Коммутанты-субпоставщики являются партнерами одной-двух крупных компаний, обеспечивая их комплектующими, и сильно зависят от них, что делает их нежизнеспособными при разрыве связей с партнером.

Виоленты (или львы, слоны, бегемоты) вытесняют своих конкурентов за счет активного развития и до-

«Me Too» Компании -

компания,двигающаяся в общем потоке на гребне волны какой-то модной инновации в направлении выхода на *IPO*, но далеко не такая сильная, как лидер, и, чаще всего, терпящая поражение.

Характерны для периодов рыночных бумов или «отраслевых взрывов».

ступа к ресурсам. Как правило, это крупные компании, для которых характерно силовое инновационное поведение. Они – лидеры в своих областях, имеют разветвленные сети производства и сбыта. К виолентам, например, относится компания *Knauf* и *Henkel*.

Коме того, что инновационные компании можно разделять на лидеров и последователей, существует еще несколько признаков их классификации. Например, с точки зрения типа инновации и глубины ее проработки. Это могут быть абсолютно новые изобретения, научно-технические открытия, новые виды продуктов и технологий с качественными изменениями концепций и свойств или новый способ использования существующих изобретений в других сферах, адаптационные инновации и поколения технологий, основанных на базовых структурах и принципах. Инновационные компании могут концентрироваться на удовлетворении существующих потребностей, а могут выявлять новые. Компании также можно разделять на те, которые разрабатывают продуктовые инновации и те, которые реализуют инновации-процессы. Масштабы и специфика проблем, решаемых с помощью инноваций, также имеют значения. Это определяет доступный объем рынка компании: отрасль, регион, новый или старый рынок.

Таким образом, инновационные компании постоянно находятся перед выбором той или иной стратегии, типа инновации, которые приведут их к успеху и позволят вырасти от бизнес-идеи до крупного игрока на рынке, пройдя все стадии развития.

Стадии развития инновационной компании

В процессе становления и развития инновационные компании претерпевают пять основных стадий (рис. 24).



Рисунок 24 – Стадии развития инновационной компании

На первой стадии проводятся необходимые исследования и формируется концепция, идея бизнеса, которая также оценивается созданной командой с точки зрения конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

Если идея удовлетворяет всем критериям, проходит тестирования она переходит на следующую стадию создания компании, становится стартапом. На этой стадии организация обретает юридический статус, появляются первые

продажи, происходит налаживание организационных процессов, осуществляется поиск наиболее удачной модели реализации бизнеса.

Когда модель найдена, начинается активный рост продаж компании, наращивание оборотного капитала, увеличение стоимости компании (*Step-up in value*). При этом рост может быть поступательный (*Step growth*) или экспоненциальный (*Exponential growth*).

Как только компания достигает определенного уровня устойчивости, она начинает расширяться, осваивать новые рынки, регионы, новые способы производства, модернизации. Наконец, она достигает зрелости и готовности к трансформации и выходу на *IPO*. В некоторых случаях, достигая зрелости и устойчивости, руководители компаний расслабляются, считают, что все возможное уже сделано для успеха, и снижают уровень активности и контроля. Такой подход приводит к резкому ухудшению показателей эффективности деятельности организации.

Переход бизнеса от стадии к стадии должен осуществляться последовательно. В обратном случае

возникает неоправданное стимулирование и искусственное ускорение роста компании по направлению к *IPO*, которое называется *Grandstanding* «игра на публику». Чаще всего «игра на публику» возникает, когда компания близка к результату и переходу на следующую стадию, но не имеет достаточного потенциала для формирования критической массы. Говорят, что она находится в ситуации «хозяина в колесе» (*Hamster Wheel*), который остается на месте несмотря на совершаемые активные действия. Если проблемы не разрешаются, то такие компании вытесняются более сильными игроками, и либо превращаются в «мертвого попугая» (*Dead Parrot*) без возможности возврата на рынок, либо начинают весь путь с самого начала.

Венчурные капиталисты могут вкладываться на любой стадии развития инновационной компании, однако большинство венчурных сделок ассоциируется именно со стартапом.

Стартап: зарождение понятия, сущность и специфика, этапы эволюции, экосистема

В 1939 году выпускники Стэнфордского университета, работая над созданием продукта *Hewlett Packard*, назвали свой проект стартапом (*Start up* «начинание, запуск»). Далее этот термин возникал в 1970-х годах в заголовках газет *Forbes*, *Business Week*, когда в США наблюдался рост корпоративных венчурных инвесторов. Однако закрепился он в период финансового пузыря доткомов с появлением множества быстрорастущих фирм. После затяжного периода снижения доходности активов крупных компаний именно быстрорастущие технологические предприятия обеспечивали рабочие места и экономический рост. На тот момент объем таких компаний, как *Amazon*, *Google*, *Facebook*, *Salesforce*, *VMware*, *Twitter*, *Groupon*, *Zynga*, *Apple* составлял \$1 трлн ВВП США.

Flagpole Syndrome/ Crested-carpet syndrome/Fountain-in-the-four syndrome

«синдром флагштока» –

первый признак падения успешной компании

Shakeout «вытряхивание»

вытеснение из бизнеса слабых фирм венчурного капитала более сильными вследствие спада деловой активности на рынке

Подобные компании обеспечили 47% рост объема венчурных инвестиций в США в 2014 году.

Что же такое стартап? Ранее мы определили стартап, как одну из стадий развития инновационной компании. Однако в источниках можно встретить различные трактовки понятия.

Стартап – «это компания с короткой операционной деятельностью» (Дж. Симпсон, Э. Вайнер, Оксфордский словарь английского языка)

Стартап — «это временная структура, существующая для поиска воспроизводимой и масштабируемой бизнес-модели» (Стивен Бланк, создатель методики развития клиентов).

Стартап — «это компания, создающая новый продукт или услугу в условиях высокой неопределенности» (Эрик Рис, автор книги «Бережливый стартап»).

Стартап — «быстрорастущая компания, 4-7% по ключевому показателю» (Пол Грэм, основатель акселератора *YCombinator*).

Следовательно, стартапом называют, как инновационную компанию, которая находится на ранней стадии своего развития в поиске подходящей бизнес-модели в условиях неопределенности, так и непосредственно период поиска. При этом стартап – это не обязательно малый бизнес, он изначально может быть с высокой капитализацией в млрд долларов.

Таким образом, можно выделить основные характеристики стартапа, как объекта венчурного бизнеса:

- инновационность продукта;
- незавершенная организация бизнес-процессов;
- быстрый рост (6-8 месяцев до окупаемости);
- непродолжительный период операционной деятельности;
- привлечение ресурсов и участие венчурных капиталистов;
- контроль основателей над компанией;
- высокая оценка потенциала экспертами;
- общие ценности и цели для всех членов команды.

Явление стартапов активно изучается исследователями. Выявляются формулы успеха этих компаний. Один из вариантов такой формулы представлен на рисунке 25.

Успех стартапа зависит не только от контролируемых факторов, таких как компетенции фаундеров и команды, оригинальность и новизна решения, оценочные показатели, но также и от того, насколько верно выбрано время и место для реализации идеи, насколько актуальна потребность, проблема, которую решает продукт в конкретный момент времени. В истории известны случаи, когда потенциально успешные изобретения и бизнес-идеи не были реализованы в момент их создания, а получили широкое распространения гораздо позже.



Рисунок 25 – Формула успеха стартапа

Так, например, идея американского инженера Роберта Фултона по установке парового двигателя на морское судно была воспринята как «нелепость» даже после удачного эксперимента, в ходе которого модернизированное им судно достигло скорости в 3 узла против течения. Изобретение парохода получило свое признание лишь спустя 10 лет. В подобных случаях возникает разрыв между этапом разработки и принятием изобретения потребителями. Снизить вероятность возникновения такого разрыва возможно, если опорной точкой создания инновации будет не техническое решение, а выявленная актуальная потребность.

Исследуя процесс взаимодействия с потребителями при создании продукта, Стивен Бланк выделил пять этапов эволюции стартапов (рис. 26).

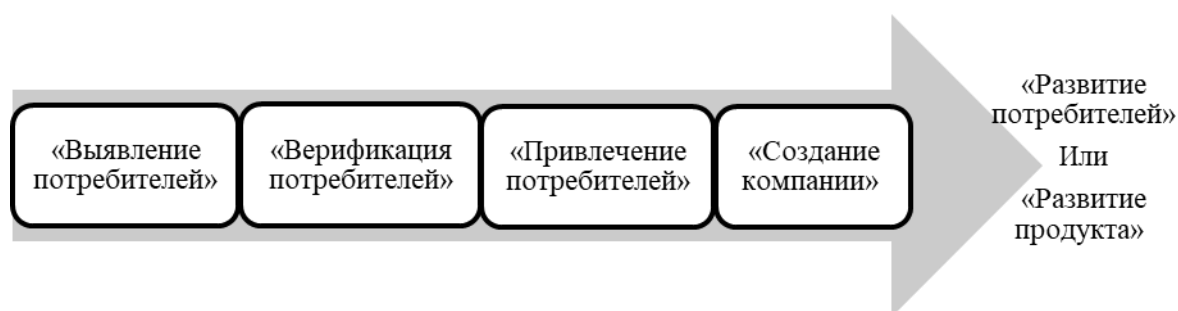


Рисунок 26 – Этапы эволюции стартапа по Стивену Бланку

В современных условиях жесткой конкуренции и насыщенного рынка ориентированный на потребителей подход к созданию продукта или компании является одним из самых важных факторов успеха стартапов, которые становятся все более популярной и привлекательной моделью бизнеса. Это происхо-

дит благодаря таким факторам, как наличие свободного доступа к информации, изменение модели потребления, расширение возможности быстрого развертывания бизнеса, низкая стоимость изменения направления развития в некоторых отраслях, формирование экосистемы стартапов (рис. 27).

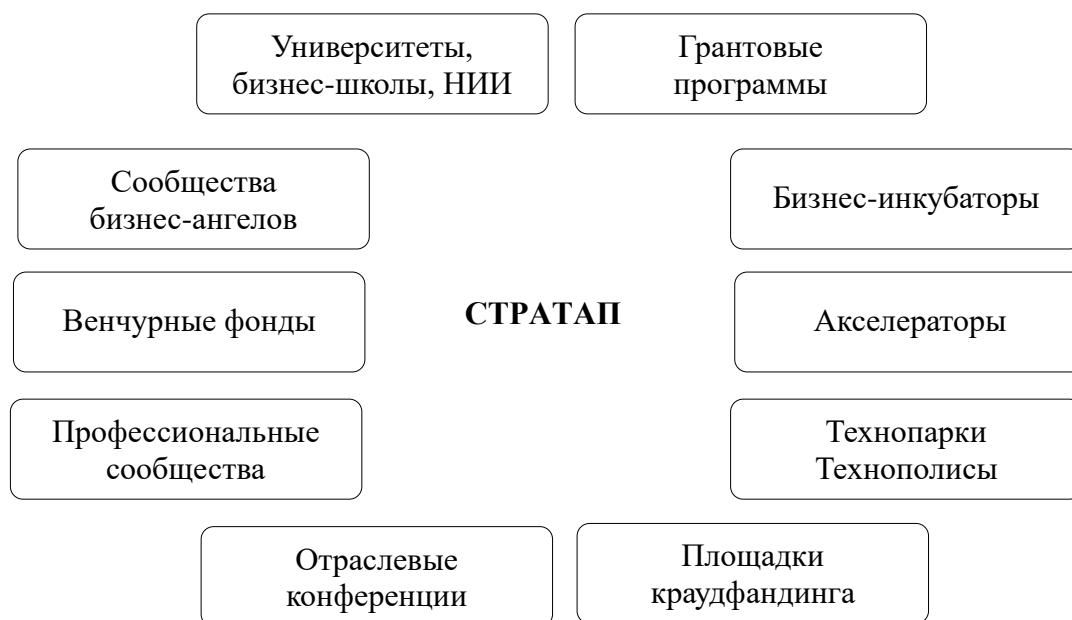


Рисунок 27 – Элементы экосистемы стартапов

Экосистема стартапов создает условия для их возникновения и развития, аккумулируя необходимые виды ресурсов: интеллектуальные, кадровые, финансовые, информационные и материальные. Особое место в экосистеме занимают бизнес-инкубаторы, акселераторы, технопарки. Что же в них общего и чем они различаются?

Все они являются структурами, цель которых заключается в ускорении коммерциализации научно-технических результатов за счет предоставления определенного набора услуг: бизнес-консультирование и менторство, технико-технологическое, юридическое консультирование, предоставление оборудованных рабочих мест, помощь в привлечении партнеров, инвесторов. Доступ к пулу инвесторов – одна из самых важных возможностей среди представляемых данными структурами.

Рассматриваемые структуры могут быть организованы, как корпоративные, общественные, университетские или частные. Их деятельность окупается за счет участия в будущих результатах курируемых проектов в форме доли или процента от прибыли. Именно по этой причине не все бизнес-проекты становятся резидентами акселераторов, технопарков, инкубаторов, а только прошедшие процедуру отбора на конкурсной основе, что служит неким знаком качества и высокого потенциала принятых бизнес-идей. Также их доходы формируются благодаря получению арендной платы от участников, продажи услуг разного рода, как правило, по льготным условиям. Соответственно, участие в акселераторе, бизнес-инкубаторе это дополнительные расходы для предприни-

мателей, поэтому прежде, чем подать заявку необходимо четко понимать, что может дать сотрудничество с данным сообществом, насколько это ценно и необходимо для бизнеса. Кроме того, следует ответственно отнестись к выбору конкретного акселератора, инкубатора, технопарка.

Различие между этими структурами выражается в условиях участия и комплексе услуг, которые они предоставляют (табл. 3)¹¹. Также они могут иметь различную специализацию и тип: венчурный, сетевой, вертикальный, ориентированный на внутренние идеи.

Наиболее развитую инфраструктуру имеют технопарки, которые могут включать несколько бизнес-инкубаторов, научные учреждения, промышленные предприятия, выставочные комплексы, расположенные недалеко друг от друга. Технополис — это более масштабное, чем технопарк территориальное образование. По сути, технополисы это образующие города, центром которых являются научно-технические структуры.

Таблица 3 – Услуги инкубаторов, акселераторов, технопарков

Основные услуги	Акселераторы	Инкубаторы	Технопарки
Предоставление инвестиций	+	-	-
Бизнес-консультирование и менторство	+	+	+
Технико-технологическое консультирование	+	+	+
Юридическое и патентное консультирование	+	+	+
Ведение бухгалтерии	-	+	+
Сопровождение получения исключительных прав/сертификации	-	+	+
Предоставление рабочих мест	+	+	+
Сдача помещений в аренду	-	+	+
Содействие в привлечении партнеров/инвесторов	+	+	+
Аутсорсинг производственных функций	-	-	+

Отечественная экосистема представлена такими структурами, как Агентство стратегических инициатив, фонд развития интернет-инициатив, Иннополис, Инновационный центр Сколково, акселераторы и инкубаторы (ИТ-МО, *Ingria*, ФРИИ, *Generation S*, *API Moscow*, *Fastlane*, *Farminers*, *Global TechInnovations*, *MetaBeta*), биржи стартапов (*Naparter*).

Дальнейшее развитие экосистемы стартапов позволит ускорить инновационные процессы в различных отраслях отечественной экономики.

Вопросы для самопроверки

1. Каковы основные характеристики венчурного капиталиста?

¹¹ По данным исследований АО «РВК» и компании E&Y, Москва, 2016

2. Чем отличается активный инвестор от пассивного?
3. Назовите основные этапы цикла создания бренда венчурного капиталиста.
4. Какие пути инвестирования может выбрать венчурный капиталист?
5. За счет чего формируются элементы стоимости компании: *Sweat Equity* и *Financial Equity*?
6. Чем отличается венчурный капиталист от частного акционерного инвестора?
7. Какие конфликты могут возникать между венчурным капиталистом и предпринимателем?
8. В чем заключается специфика бизнес-ангела, как венчурного капиталиста?
9. Кто считается первым бизнес-ангелом?
10. Какие существуют типы бизнес-ангелов?
11. Какие существуют российские объединения бизнес-ангелов?
12. Кого называют «капиталистом-стервятником» (*Vulture Capitalist*)?
13. В какие объекты осуществляются «этичные инвестиции»?
14. В чем заключается сущность венчурного фонда?
15. Чем венчурный фонд отличается от фонда прямых инвестиций, бизнес-ангела?
16. Опишите структуру управления венчурным фондом.
17. На основе чего строится система мотивации сотрудников венчурных фондов?
18. Что означают термины «пороговая доходность» (*Hurdle Rate*) и «планка» (*Hurdle*)?
19. Каким критериям должна удовлетворять управляющая компания венчурного фонда?
20. Сколько в среднем составляет жизненный цикл венчурного фонда?
21. Каковы основные стадии жизненного цикла венчурного фонда?
22. По каким признакам можно классифицировать венчурные фонды?
23. Какой стратегии придерживается «сбалансированный фонд» (*Balanced Fund*)?
24. Какой принцип работы фонда фондов?
25. В чем заключается миссия Российской ассоциации венчурного инвестирования (РАВИ)?
26. В чем заключается специфика деятельности и препятствия развития венчурных фондов в РФ?
27. Какие компании называют «патентными троллями»?
28. Назовите объекты венчурной деятельности?
29. Какие функции берут на себя крупные компании при создании совместных предприятий нового типа в процессе инновационной деятельности?
30. Чем характеризуются компании-эксплеренты?
31. Как называют компании, которые готовы применять только уже зарекомендовавшие себя технологии?
32. Какие компании можно отнести к компаниям-виолентам?

33. Чем отличаются компании-пациенты?
34. Чем отличается стартап от компании, которая занимается инновационной деятельностью?
35. Какие бывают уровни венчурной деятельности?
36. С какой точки зрения Стивен Бланк рассматривает этапы эволюции стартапов?
37. Что означает термин «игра на публику» (*Grandstanding*)?
38. Какие существуют основные элементы экосистемы стартапов?
39. В чем заключается различие между акселераторами, технопарками и инкубаторами?
40. Какие факторы влияют на успешность стартапов?

Тестовые задания к разделу 2

1. Венчурный капиталист – это...
- а) предприниматель, использующий венчурный капитал для создания нового продукта
 - б) объект венчурной деятельности, использующий венчурный капитал для продвижения инновации на рынок
 - в) субъект венчурной деятельности, инвестирующий капитал в инновационные проекты
2. Выберите неверное утверждение:
- а) венчурный капиталист выход из бизнеса через 1-2 года
 - б) венчурный капиталист, как правило, занимает место в совете директоров компании-объекта
 - в) венчурный капиталист участвует в управлении компаний-объектов
3. Термин «реабилитация» *Aftercare* в венчурном бизнесе означает...
- а) заботливое внимание венчурного капиталиста с оказанием помощи в любых стрессовых для компании ситуациях в постинвестиционном периоде
 - б) заботливое внимание венчурного капиталиста с оказанием помощи в любых стрессовых для компании ситуациях после его выхода
 - в) период выхода объектов венчурного бизнеса из стрессовых ситуаций
4. К мотивам осуществления венчурных инвестиций не относятся...
- а) стремление заработать больше, чем от вкладов в банк
 - б) желание получить высокий доход при минимальном риске потери вложений
 - в) желание быть причастным к научно-техническому прогрессу
 - г) стремление вкладываться в менее рискованное мероприятие, чем начало собственного бизнеса
5. Отличие венчурного капиталиста от частного акционерного инвестора заключается в том, что ...
- а) акционерный инвестор не входит в совет директоров, а венчурный инвестор

входит

- б) цель венчурного инвестора - усилить влияние, акционерного – получить доход
- в) акционерный инвестор вкладывает в устойчиво развивающиеся компании, а венчурный – на начальных этапах создания и развития быстрорастущего бизнеса
- г) венчурный инвестор входит в совет директоров, а акционерный инвестор не входит

6. Венчурный капиталист для предпринимателя является...

- а) источником финансирования и контролером
- б) источником финансирования и наставником
- в) контролером и наставником

7. Успех компании - объекта вложения венчурных инвестиций...

- а) формирует положительную репутацию венчурного капиталиста
- б) не влияет на репутацию венчурного капиталиста
- в) привлекает внимание государственных надзорных служб (налоговой, антимонопольной) к венчурному капиталисту

8. Под венчурным капиталистом подразумевается...

- а) бизнес-ангел
- б) венчурный фонд и корпоративный венчурный инвестор
- в) бизнес-ангел, венчурный фонд и корпоративный венчурный инвестор

9. Термин «Бизнес-ангел» появился...

- а) в Европе в 1920х годах
- б) в США в 1920х годах
- в) в США в 1940х годах

10. Появление термина «Бизнес-ангел» связано с...

- а) цирком Дю Солей (*du Soleil*)
- б) постановками на Бродвее
- в) театральным фестивалем в Европе

11. Бизнес-ангелов, не имеющих значительного опыта инвестиций и вкладывающих средства в разные направления бизнеса без стремления к руководству, называют...

- а) корпоративными
- б) микроуправляющими
- в) энтузиастами

12. Бизнес-ангелов, вкладывающих средства одновременно в несколько проектов с их детальной оценкой и последующим руководством в составе совета директоров, называют...

- а) корпоративными
- б) микроуправляющими
- в) предпринимателями

13. Бизнес-ангелов, имеющих в прошлом опыт менеджмента крупных компаний, вкладывающих и участвующих, как правило, в одном проекте, называют...

- а) корпоративными
- б) микроуправляющими
- в) профессионалами

14. Бизнес-ангелов, формирующих инвестиционный портфель с минимальным участием в проектах ввиду сильной занятости в собственном бизнесе, называют...

- а) предпринимателями
- б) микроуправляющими
- в) профессионалами

15. Первым бизнес-ангелом считают...

- а) Питера Тилля
- б) Уоррена Баффета
- в) Фреда Термана

16. Основной целью создания объединения бизнес-ангелов является...

- а) юридическое сопровождение сделок бизнес-ангелов, обеспечение их правовой защиты
- б) создание благоприятных условий для развития инвестирования инновационных компаний бизнес-ангелами
- в) обеспечение гарантий при инвестировании бизнес-ангелами

17. К преимуществам привлечения бизнес-ангелов можно отнести следующие...

- а) они имеют более широкие возможности в выборе проектов
- б) они привлекают не только личные средства, но и заемные
- в) они не вмешиваются в руководство компанией
- г) они имеют не только финансовую заинтересованность в проектах, но и личную

18. По объему вложений бизнес-ангелы преимущественно инвестируют в...

- а) продукты и услуги B2B
- б) информационные технологии, здоровье и биотехнологии
- в) информационные технологии, компьютерные комплектующие

19. Бизнес-ангелы – это...

- а) профессиональная ассоциация европейских венчурных капиталистов

- б) состоятельные люди, вкладывающие собственные средства в начинающий и расширяющийся бизнес
- в) лица, нанимаемые инвесторами с целью распоряжения их средствами

20. Венчурный фонд – это...

- а) механизм инвестирования финансового капитала в лидирующие компании наиболее быстрорастущих секторов экономики
- б) механизм инвестирования финансового капитала в предприятия, которые для обычных рынков капитала и банковских займов представляют слишком большой риск
- в) это централизованный фонд финансовых ресурсов, предназначенных для оказания финансовой помощи малым инновационным предприятиям

21. Инвесторы (*Limited partners*) направляют в венчурный фонд...

- а) инвестиции в виде *commitment*
- б) плату за управление - *management fee*
- в) проценты от прибыли - *carried interest*

22. Инвесторы (*Limited partner*) получают от венчурного фонда...

- а) прибыль от инвестиций
- б) инвестиции в виде *commitment*
- в) проценты от прибыли - *carried interest*

23. Управляющая компания (*General partner*) получает от венчурного фонда...

- а) инвестиции в виде *commitment*
- б) проценты от прибыли - *carried interest*
- в) прибыль от инвестиций
- г) плату за управление - *management fee*

24. Наибольшую долю вклада в капитал венчурного фонда (более 90%) производят...

- а) руководители управляющей компании
- б) инвесторы
- в) организаторы фонда

25. Период инвестирования в жизненном цикле венчурного фонда обычно длится...

- а) 6-12 месяцев
- б) 1-2 года
- в) 3-7 лет

26. Период продажи успешных компаний в жизненном цикле венчурного фонда обычно длится...

- а) 6-12 месяцев

б) 1-3 года

в) 3-7 лет

27. Процесс сбора денег венчурными капиталистами с целью создания инвестиционного фонда называется...

а) инвестирование

б) ввода капитала - *Vintage Year*

в) мобилизация капитала – *Fundraising*

28. Поиск путей «выхода» венчурным фондом осуществляется на стадии...

а) инвестирования

б) управления

в) закрытия

29. Определение способов инвестирования венчурным фондом осуществляется на стадии...

а) фандрайзинга

б) инвестирования

в) управления

30. В зависимости от инвестиционной стадии венчурные фонда разделяются на...

а) предпосевные, посевные, стартовые и фонды развития и расширения

б) узкоспециализированные и универсальные

в) преинвестиционные и постинвестиционные

31. Эндаументы — это...

а) небольшие фонды, представленные в одном или нескольких регионах

б) государственные венчурные фонды

в) фонды при вузах, основная цель которых преумножать средства для выделения грантов на исследования

32. К недостаткам венчурных фондов можно отнести...

а) многоэтапную процедуру анализа и отбора проектов

б) косвенное участие в управлении проектом

в) пассивную роль инвесторов в отборе и участии в проектах

г) высокий порог вхождения на рынок для частного инвестора

33. Отличие венчурного фонда (*VF*) от фонда прямых инвестиций (*PEF*) заключается в...

а) объеме приобретаемой доли

б) форме управляющей компании

в) форме приобретаемых акций (простые/ привилегированные)

34. Отличие венчурного фонда (*VF*) от фонда прямых инвестиций (*PEF*) заключается в...

- а) формах объектов инвестирования
 - б) виде привлекаемого капитала (собственный/заемный)
 - в) видах привлекаемых инвесторов
35. В РФ количество венчурных фондов с госкапиталом...
- а) существенно превышает количество частных фондов
 - б) значительно меньше количества частных фондов
 - в) примерно равно количеству частных фондов
36. В РФ количество корпоративных венчурных фондов...
- а) существенно превышает количество некорпоративных фондов
 - б) значительно меньше количества некорпоративных фондов
 - в) примерно равно количеству некорпоративных фондов
37. С точки зрения отраслевых предпочтений фондов РФ преобладают...
- а) инвестиции в сферу ИТ
 - б) реальные инвестиции
 - в) смешанные инвестиции
38. Средний объем инвестиций венчурных фондов в РФ за период с 2013г. по 2019г...
- а) постоянно растет
 - б) постоянно снижается
 - в) не имеет общей тенденции
39. Отечественные венчурные фонды изначально были сформированы за счет...
- а) иностранного капитала Европейского банка реконструкции и развития
 - б) иностранного капитала Федеральной резервной системы США
 - в) отечественного капитала частных инвесторов
40. К препятствиям развития венчурных фондов в РФ можно отнести...
- а) низкую информационную прозрачность российского рынка интеллектуальной собственности
 - б) кризис отечественного фондового рынка
 - в) низкую доходность от инвестиций
 - г) высокие риски при вложениях иностранного капитала
41. Инвестор, который первым обязался внести значительную сумму в капитал венчурного фонда, что стимулировало приток инвесторов, называется...
- а) пионером
 - б) якорным
 - в) главным
42. Компании, основной целью которых является приобретение прав на перспективные, но не получившие должного развития инновационные решения с

последующим предъявлением иска и получением выплат от другого автора, реализовавшего данную инновацию, называются...

- а) патентные тролли
- б) патентные гоблины
- в) патентные воры

43. К организационным формам венчурной деятельности не относятся...

- а) филиалы промышленных корпораций
- б) государственные фонды
- в) малые инновационные предприятия

44. К организационным формам венчурной деятельности не относятся...

- а) совместные предприятия нового типа
- б) фонды прямых инвестиций
- в) независимые инновационные компании

45. При создании внутреннего рискового проекта крупной компании...

- а) предложения по проекту поступают от руководителей и акционеров компании
- б) подразделение находится под строгим административно-хозяйственным контролем компании
- в) отбор и финансирование проектов ведут специализированные службы

46. Внутренний рисковый проект крупной компании представляет собой...

- а) открытие нового филиала, основной целью которого является разработка и внедрение инноваций в производство продукции материнской компании
- б) объединение мелкой наукоемкой фирмы и крупной компании
- в) подразделение, организуемое для разработки и производства новых типов наукоемкой продукции и наделяемое значительной автономией в рамках головной компании

47. При организации совместного предприятия нового типа сервисом и послепродажным обслуживанием клиентов, как правило, занимается...

- а) малая наукоемкая фирма, входящая в объединение
- б) крупная компания, входящая в объединение
- в) сторонняя организация

48. При организации совместного предприятия нового типа разработкой проектов занимается...

- а) малая наукоемкая фирма, входящая в объединение
- б) крупная компания, входящая в объединение
- в) сторонняя организация

49. Небольшая фирма, специализирующаяся на создании новых или радикальных преобразований старых сегментов рынка, которая добилась колоссального

успеха и тяготеет к слиянию, это - ...

- а) фирма-коммутант
- б) фирма-пациент
- в) фирма-эксплерент

50. Фирма с отлаженным производством, работающая на узком сегменте рынка, относится к...

- а) коммутантам
- б) пациентам
- в) экспелерентам

51. Фирма - лидер в своей области, которая имеет разветвленные сети производства и реализации продукции, относится к...

- а) коммутантам
- б) пациентам
- в) виолентам

52. *Early stage* – это уровень венчурной деятельности, при котором...

- а) происходит разработка бизнес-идеи
- б) компания находится на начальной стадии реализации готовой продукции
- в) компания начинает расширение производства

53. *Expansion* – это уровень венчурной деятельности, при котором...

- а) компания находится на начальной стадии реализации готовой продукции
- б) компания начинает расширение производства
- в) происходит образование новой компании и создание нового продукта

54. Стартапу присущи следующие характеристики...

- а) небольшая история операционной деятельности, венчурный капитал и постепенный рост
- б) инновационность продукта, небольшая история операционной деятельности и быстрый рост
- в) инновационность продукта, быстрый рост и контроль инвесторов над компанией

55. Основные этапы эволюции стартапа по Стивену Бланку – это...

- а) выявление, верификация, привлечение потребителей, создание компании, развитие продукта
- б) зарождение, рост, стабильность, упадок
- в) посев, ранняя стадия, расширение

56. Привлекательность сферы ИТ для создания стартапа обеспечивается...

- а) ограничением доступа к информации
- б) низким порогом входа на рынок

в) высокой стоимостью изменения направления развития

57. В экосистему стартапа не входят...

- а) технопарки
- б) отраслевые конференции и конкурсы
- в) малые инновационные компании

58. В экосистему стартапа не входят...

- а) профессиональные сообщества
- б) бизнес-инкубаторы
- в) внутренние рискованные проекты крупных компаний

59. Бизнес-ангелы – это...

- а) профессиональная ассоциация европейских венчурных капиталистов
- б) состоятельные люди, вкладывающие собственные средства в начинающий и расширяющийся бизнес
- в) лица, нанимаемые инвесторами с целью распоряжения их средствами

60. Под венчурной фирмой понимают...

- а) коммерческую научно-техническую организацию, которая занимается разработкой и внедрением новых технологий и продукции
- б) коммерческую организацию, разделенную на доли (вклады) учредителей уставным капиталом
- в) коммерческую организацию, вкладывающую свои средства в высокорисковые проекты

Практические задания к разделу 2

Задание 1 «Стратегии бизнес-ангелов»

На основании представленной в таблице 4 информации о венчурных инвесторах (рейтинг журнала Forbes «Список Мидаса», 2019), а также дополнительной информации в сети интернет необходимо:

- определить тип каждого бизнес-ангела;
- выявить признаки, по которым можно классифицировать бизнес-ангелов (не менее пяти признаков);
- сгруппировать представленных бизнес-ангелов по трем из указанных признаков;
- выбрать одного бизнес-ангела, чья стратегия представляется наиболее привлекательной. Обосновать свой выбор;
- описать его бизнес-стратегию;
- определить сильные и слабые стороны его бизнес- стратегии.

Таблица 4 – Информация о бизнес-ангелах, входящих в «Список Мидаса»¹²

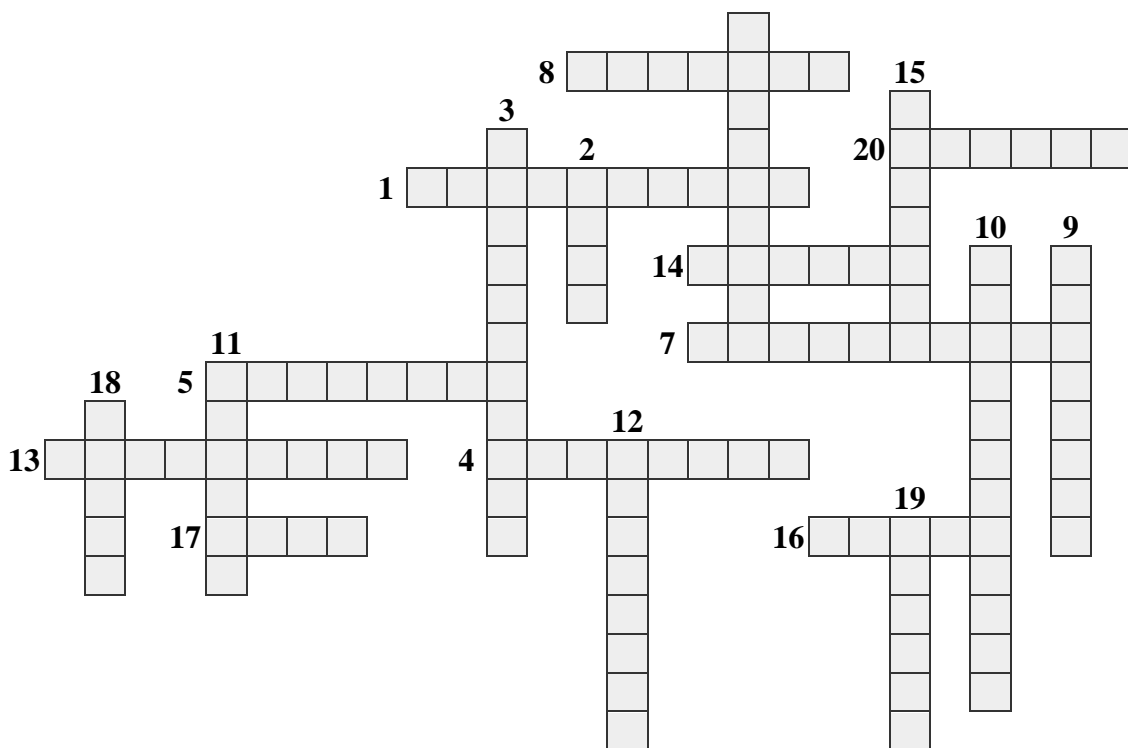
Бизнес-ангел	Компания	Объекты инвестиций	Дополнительная информация
Нил Шен <i>Neil Shen</i>	<i>Sequoia Capital China</i>	<i>Ppdai Group</i>	Основатель <i>Ctrip.com</i> . Опыт работы в инвестиционных подразделениях банков <i>Deutsche Bank Hong Kong, Chemical Bank, Lehman Brothers</i> и <i>Citibank</i>
Билл Гурли <i>Bill Gurley</i>	<i>Benchmark Capital</i>	<i>Uber, Recruit Holdings, Glassdoor</i>	Был партнером <i>Hummer Winblad Venture Partners</i> , ведущим аналитиком Уолл-Стрит
Кэти Сюй <i>Kathy Xu</i>	<i>Capital Today</i>	<i>JD.com, Meituan, Yifeng Pharmacy, Three Squirrels Snack Food</i>	Основная задача – способствовать развитию предпринимательства в Китае
Ханс Тунг <i>Huns Tung</i>	<i>GGV Capital</i>	<i>Wish, OfferUp, Xiaohongshu, Slack, Xiaomi, Mogu</i>	В портфель входят шесть крупных IPO, восемь приобретений и не менее 14 частных стартапов
Мэри Микер <i>Mary Meeker</i>	<i>Bond Capital</i>	<i>Spotify, DocuSign</i>	Была партнером <i>Kleiner Perkins</i> . Ежегодно составляет отчет-прогноз о технологических трендах
Джим Брейер <i>Jim Breyer</i>	<i>Accel Partners</i>	<i>Facebook, Legendary Pictures</i>	В совете директоров <i>Wall-Mart Stories, Dell Inc.</i> , управляющий <i>Stanford Engineering Venture Fund</i> , является членом различных комитетов Всемирного экономического форума
Марк Андриссен <i>Marc Andreessen</i>	<i>Andreessen Horowitz</i>	<i>Skype, Twitter, LinkedIn, Groupon, Zynga</i>	Один из создателей первых браузеров <i>Mosaic</i> и <i>Netscape</i> , инженер, изобретатель
Петер Тиль <i>Peter Thiel</i>	<i>Founders Fund, Clarium Capital</i>	<i>Airbnb, LinkedIn, Asana, Spotify, Quora, Stripe, Block.one, SpaceX</i>	Основатель компании <i>PayPal</i> , сооснователь <i>Palantir</i>
Дуглас Леон <i>Douglas Leone</i>	<i>Sequoia Capital</i>	<i>Rackspace, ServiceNow, CafePress, Meraki</i>	В совете директоров <i>ServiceNow</i> и <i>CafePress</i>
Рид Хоффман <i>Reid Hoffman</i>	<i>Greylock Partners</i>	<i>LinkedIn</i>	Известен детальным анализом проектов
Джереми Левайн <i>Jeremy Levine</i>	<i>Bessemer Venture Partners</i>	<i>Yelp, Pinterest</i>	Инвестирует на ранних стадиях

¹² По данным ресурса *Forbes.com*: <https://www.forbes.com/midas/>

Бизнес-ангел	Компания	Объекты инвестиций	Дополнительная информация
Джим Гетц <i>Jim Goetz</i>	<i>Sequoia Capital</i>	<i>WhatsApp, Jive Software, Ruckus Wireless, Palo Alto Networks</i>	В совете директоров <i>Ruckus Wireless</i> и <i>Palo Alto Networks</i> . Сосредоточился на стратегических проектах.
Скотт Сэнделл <i>Scott Sandell</i>	<i>New Enterprise Associates</i>	<i>Workday, Nicira, Playdom, Tableau Software</i>	Экс-менеджер по разработке продуктов корпорации <i>Microsoft</i>
Питер Фентон <i>Peter Fenton</i>	<i>Benchmark Capital</i>	<i>Twitter, Yelp New Relic Cloudera, Elastic, Zuora</i>	7 лет работал в <i>Accel Partners</i> , в совете директоров <i>Twitter</i> и многих молодых фирм, в 2009 году за сутки провел две крупные сделки
Дэвид Зе <i>David Seltzer</i>	<i>Greylock Partners</i>	<i>Facebook, LinkedIn, Pandora, Nextdoor, Path</i>	Не относится к активным инвесторам, предпочитает анализировать потенциальные проекты

Задание 2 «Терминология. Кроссворд»

6



По горизонтали

1. Часть платы за управление, которую оставляет себе ведущий менеджер, прежде чем распределять оставшуюся часть среди прочих участников группы управления.

3. Начальная стадия формирования венчурного фонда, на которой происходит поиск инвесторов и мобилизация капитала.

4. Приоритетная отрасль венчурного инвестирования с 2000х годов (на первом месте по объему венчурных инвестиций).

5. Менеджер в кризисной ситуации: одна из ролей венчурного капиталиста с активным подходом, исполняемая им в портфельной компании.

7. Негативный термин, которым характеризуют инвестора, который «чувствует» возможность быстро заработать деньги и не проявляет серьезных намерений вкладывать средства в компании с долгосрочным потенциалом развития.

8. Инвестор, который первым обязался внести значительную сумму в капитал, мобилизуемый венчурным фондом, что придавало последующим инвесторам определенную степень уверенности для участия в нем.

13. Тип венчурного капиталиста-частного лица, который вкладывает сравнительно небольшие суммы в разные направления без детальной оценки и намерения руководства проектами.

14. Первый венчурный капиталист- частное лицо, один из создателей Кремниевой долины.

16. Программа поддержки венчурного инвестирования Израиля в виде фонда, осуществляющего финансирование фондов и молодых наукоемких фирм (на русском).

17. Отечественная организация, созданная в 1997 году с целью содействия становлению и развитию рынка прямых и венчурных инвестиций посредством организации ярмарок, подготовки аналитических и информационных материалов, специалистов в сфере венчурного бизнеса.

20. Компания, основной целью которой является приобретение прав на перспективные, но не получившие должного развития инновационные решения с последующим предъявлением иска и получением выплат от другого автора, реализовавшего данную инновацию – патентный ...

По вертикали

2. Программа государственно-частного партнерства для поддержки венчурного инвестирования в США (на русском).

6. Фонд, формирующийся путем пожертвований или целевых взносов с условием инвестирования этих денег и использования прибыли для особых целей, чаще всего, для финансирования некоммерческих организаций в различных секторах социальной сферы.

9. Венчурный фонд, имеющий право выпускать неограниченное число акций в зависимости от требований инвесторов.

10. Акционер, не имеющий контрольного пакета акций.

11. Термин, обозначающий финансовую ситуацию, сложившуюся в США в период с 1994 по 2001 г., когда множество компаний оценивались по завышенной цене - «... доткомов»

12. Термин, обозначающий непубличную компанию, чья оценочная стоимость возрастает за короткий срок до суммы в миллиард долларов и более, вызывая восхищение и удивление своим бурным развитием.

15. Инвестиция в компанию, которая своей деятельностью не наносит

ущерба человечеству и окружающей его живой природе.

18. Венчурный капиталист - частное лицо, которое вкладывает свои личные денежные средства в перспективные проекты на начальном этапе их развития.

19. Портфельная инвестиция, которая оказалась настолько успешной, что скомпенсировала убыточные инвестиции фонда.

Задание 3 «Анализ потенциала стартапов»

На основании представленной в таблице 5 информации о стартапах, которые по версии журнала *Forbes* имеют потенциал стать компанией-единорогом (по данным на 2020 год), а также дополнительной информации в сети интернет необходимо:

- выявить критерии, на основании которых экспертами журнала *Forbes* был составлен рейтинг;

- провести анализ критериев, на основании которых экспертами журнала *Forbes* был составлен рейтинг, с точки зрения целесообразности их использования для оценки проектов;

- выявить наиболее перспективные направления развития венчурного бизнеса с точки зрения журнала *Forbes*. Определить почему именно данные сферы являются наиболее перспективными. Какие факторы на это повлияли?

- составить рейтинг перспективных отечественных стартапов на основе оценки их потенциала с учетом результатов анализа.

Таблица 5 – Примеры стартапов (будущие единороги по версии журнала *Forbes*)¹³

Название	Сфера	Инвестиции , \$млн	Ведущие инвесторы
<i>CONTRAST SECURITY</i>	Автоматизация мониторинга безопасности ПО	122	Acero Capital, Battery Ventures, General Catalyst, Warburg Pincus
<i>CYBEREASO N</i>	Облачная платформа кибербезопасности	189	CRV, Lockheed Martin, Softbank, Spark Capital
<i>DIVVY</i>	Инструменты бюджетирования, предотвращения мошенничества	257	Insight Partners, New Enterprise Associates, Pelion Venture Partners
<i>DUOLINGO</i>	Платформа для изучения иностранных языков и переводов	108	CapitalG, Kleiner Perkins, Union Square Ventures
<i>FAIRE</i>	Поиск и покупка розничных товаров	116	Forerunner Ventures, Khosla Ventures, Венчурные партнеры Lightspeed, Y Combinator

¹³ По данным ресурса *Forbes.com*: <https://www.forbes.ru/tehnologii-photogallery/380137-budushchie-edinorogi-25-samyh-perspektivnyh-startapov-po-versii>

Название	Сфера	Инвестиции , \$млн	Ведущие инвесторы
<i>FOURKITES</i>	ПО для управления поставками	101	August Capital, Bain Capital Ventures, Hyde Park Venture Partners
<i>FUBOTV</i>	Трансляция спорт матчей зарубежных команд	145	21st Century Fox, Northzone, Sky
<i>REMITLY</i>	Денежные переводы	312	Bezos Expeditions, DFJ Venture Capital, Generation Investment Management, Naspers' PayU, QED Investors, Stripes Group
<i>SYNTHEGO</i>	Биотехнологии, инструменты для геномной инженерии	157	Founders Fund, 8VC
<i>PATREON</i>	Платформа для артистов	166	Freestyle Capital, Glade Brook Capital Partners, Index Ventures, Thrive Capital

РАЗДЕЛ 3. ФИНАНСИРОВАНИЕ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА

3.1 Виды венчурного финансирования



«Падение фондового рынка — столь же обычное явление, как январская метель в Колорадо. Если вы готовы к нему, оно не может причинить вам»

• *Peter Lynch*, американский финансист и инвестор, руководитель инвестиционного фонда *Magellan Fidelity*

Венчурное финансирование, как один из видов финансирования

Привлечение венчурных инвестиций является одним из способов финансирования проектов (рис. 28). Финансирование проектов может быть как внешним, так и внутренним, то есть формируемым из внутренних источников, таких как чистая прибыль от операционной, инвестиционной, финансовой деятельности компании. Венчурное финансирование осуществляется из внешних источников и в классическом варианте предполагает доленое участие инвесторов в проектах в отличие от других видов внешнего финансирования.

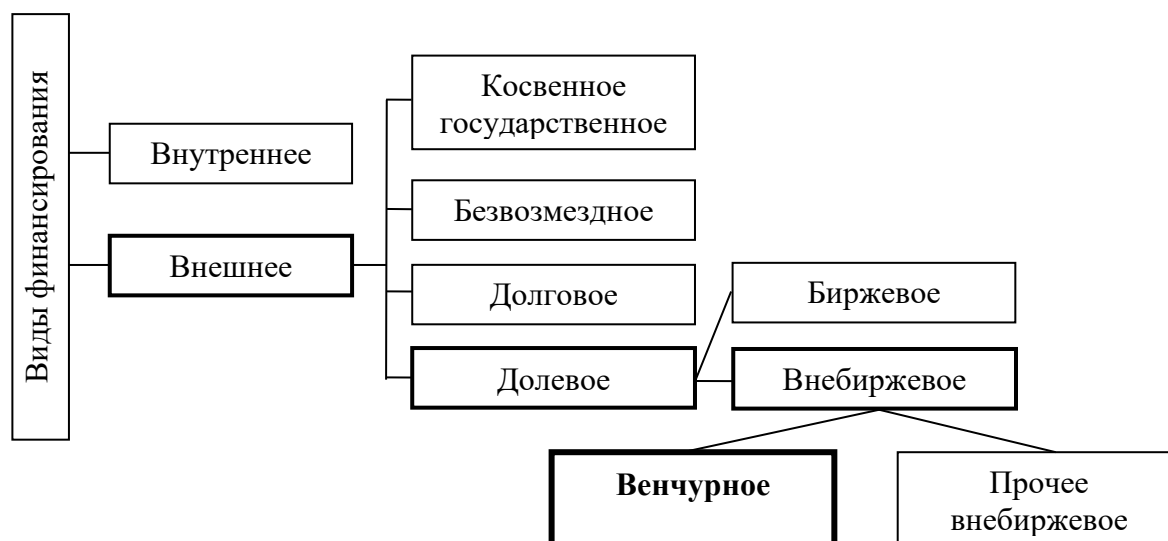


Рисунок 28 – Венчурное финансирование в системе финансирования проектов

Так долговое финансирование осуществляется в виде кредитов и займов на условии возврата заемных средств и начисленных процентов. Внешнее безвозмездное финансирование не предполагает формирования каких-либо финансовых обязательств объекта перед субъектом. К безвозмездному финансированию относятся гранты, субсидии, целевое финансирование. Косвенное государственное финансирование реализуется в форме отсрочек и льгот по налоговым платежам, иных преференций, позволяющих сократить расходы.

Так как венчурные инвестиции осуществляются на стадиях развития компания до выхода на IPO, то оно является внебиржевым, хотя и тесно связано с

фондовым рынком, на основе анализа которого разрабатывается стратегия вложения и выхода инвестора из проекта. Таким образом, венчурное финансирование в общем виде относится к внешнему долевого внебюджетному финансированию. В тоже время некоторые виды венчурного финансирования могут предусматривать кредитно-долговые отношения. Однако любое исключение подтверждает правило. Также разделяют формальное венчурное финансирование, предоставляемое венчурными фондами, корпоративными инвесторами, инвестиционными компаниями, и неформальное, предоставляемое индивидуальными инвесторами.

Венчурное финансирование формирует венчурный капитал объекта, что и отличает объекты венчурного бизнеса от других типов инновационных проектов. Венчурный капитал — это капитал для осуществления прямых рискованных инвестиций в высокотехнологичные проекты с целью их капитализации, которые имеют потребность в дополнительных вложениях, но не имеют возможности их получить из других источников.

Преимущества и недостатки венчурного финансирования

По своей сути венчурный капитал существенно отличается от банковского или промышленного. В первую очередь, его преимущество заключается в отсутствии необходимости уплаты процентов. Это особенно выгодно в условиях высоких рисков и на начальных этапах формирования компании. Все генерируемые бизнесом средства аккумулируются и направляются на его развитие, а не погашение процентов по займам. Таким образом, повышается устойчивость собственного капитала, возникает больше возможностей для роста и расширения. При этом именно показатели роста, а не доходности, являются ключевыми, что позволяет компаниям на начальных этапах своего развития привлекать существенные объемы финансирования несмотря на отсутствие финансовой стабильности, а инвесторам, в свою очередь, обеспечивает более высокую ожидаемую доходность в будущем.

Привлечение инвесторов также означает распределение финансовых рисков и снижение индивидуальных рисков основателей компании. Фаундеры не рискуют всеми собственными средствами в случае неудачи.

Кроме того, наличие венчурного капитала и инновационность поощряются государством. В связи с заинтересованностью возникают дополнительные меры государственной поддержки, например, налоговые льготы для объектов и субъектов венчурного бизнеса.

Однако специфика венчурного финансирования порождает и его недостатки, как для объектов, так и для субъектов. С точки зрения инвесторов венчурное финансирование — это долгосрочное вложение средств. Вложенный капитал нецелесообразно дезинвестировать, пока объект не пройдет определенное количество стадий развития. Да и перепродать свою долю в компании, которая еще не показала результатов, может быть довольно сложно. Следовательно, данные инвестиции на определенных стадиях имеют низкую ликвидность, что может не соответствовать критериям и потребностям инвестора. Несмотря на высокую потенциальную доходность, вероятность его получения низкая, что

зачастую усугубляется отсутствием иных гарантии для инвесторов, особенно в странах с менее развитым венчурным рынком и законодательством.

С точки зрения объекта венчурного бизнеса возникает множество дополнительных требований, которым он должен удовлетворять, чтобы получить финансирование, что усложняет данную процедуру. В первую очередь, это требования выполнения ключевых показателей (*KPI*) на каждой стадии инвестирования и отчет перед инвесторами о показателях роста бизнеса. Контроль и управление со стороны инвестора также может быть недостатком для более опытного предпринимателя, привыкшего к полной свободе в решениях. Участие инвесторов в бизнесе, с одной стороны, обеспечивает его устойчивость, с другой стороны, сокращает доли основателей и снижает их контроль над компанией. Таким же образом происходит распределение прав на интеллектуальную собственность, созданную в процессе деятельности объекта.

Анализ преимуществ и недостатков долевого прямого финансирования по сравнению с иными видами финансирования является основой для принятия решения о привлечении венчурного капитала.

Виды венчурного финансирования

Различают несколько видов венчурного финансирования в зависимости от цели его использования (рис. 29). Как правило, цели соотносятся со стадиями развития объекта инвестирования, однако могут быть и специфическими.

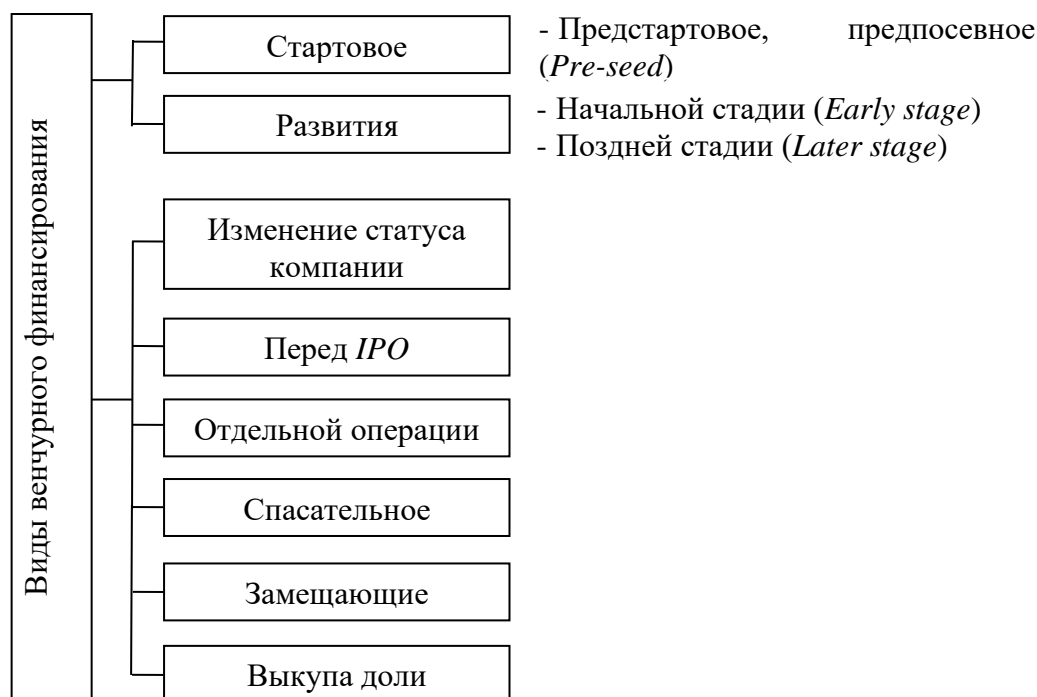


Рисунок 29 – Виды венчурного финансирования

Целью венчурного финансирования может быть обеспечение реализации конкретного мероприятия или операции, которая является достаточно масштабной и не может быть исполнена за счет имеющихся ресурсов. Обычно

средства выделяются на срок от двух до четырех лет. Такой операцией, например, может быть поглощение другой организации.

Разновидностью финансирования отдельной операции является финансирование, направленное на поддержку компании в период подготовки и выхода на рынок ценных бумаг *IPO*. К таким операциям, например, относится аудиторская проверка, подготовка финансовых документов, отчетов, оценка стоимости.

Операция изменения статуса компании с публичного акционерного общества на непубличное также требует достаточного объема венчурного капитала для отказа от регистрации на бирже и выкупа собственных акций.

Привлечение венчурных капиталистов возможно в процессе выкупа доли компании менеджерами или основателями у инвесторов с целью сохранения контроля над ней при нехватке собственных средств.

Спасательное финансирование (*Turnaround or Rescue financing*) необходимо для реализации мероприятий по оздоровлению близкого к банкротству предприятия, которое обладает потенциалом к росту и представляет интерес для венчурного капиталиста.

Замещающее финансирование осуществляется с целью повышения финансовой устойчивости компании путем замещения части капитала, формируемого из внешних заемных источников, собственным капиталом на основе долевого участия.

Однако наиболее важная характеристика венчурного финансирования связана именно со стадией реализации проекта, на которой оно осуществляется. Рассмотрим эти стадии подробнее.

Стадии венчурного финансирования

Различают четыре основные стадии венчурного финансирования. Основные стадии подразделяются на раунды, которые обозначаются латинскими литерами *A*, *B*, *C* и т. д. По функциям и структуре расходов раунды могут обладать схожими признаками. Литерные раунды отличаются типом предлагаемых ценных бумаг с разным достоинством (привилегированные бумаги серии «*A*», бумаги серии «*B*» и т. д.). Предварительные раунды перед основными обозначаются двойными литерами *AA*, *BB*. Возможно также привлечение средств на дополнительных раундах без перехода на следующую стадию, то есть докапитализация компании на тех же условиях. Они обозначаются с апострофами: раунды *A'*, *B'* и т. д. Если инвестиции получены от одного венчурного капиталиста, то их называют последующими инвестициями (*Follow-on investment*). В случае отказа некоторых инвесторов от последующего инвестирования, остальные инвесторы иницируют штрафной раунд (*Punitive Investment Round*), вкладываясь только по низкой цене, тем самым сокращая стоимость долей отказавшихся инвесторов. Раунды, на которых цена доли меньше, чем в предыдущем, называются раундами с понижением (*Down Round*).

После каждого раунда проводится оценка стоимости компании (*Post-money valuation*). Если стоимость растет, поставленные инвесторами *KPI* стадии выполняются, то компания планомерно переходит с одной стадии на другую, достигая экстремума денежных потоков. Однако бывают и ситуации, когда при

последующих раундах финансирования инвестор оценивает компанию ниже, чем во время предшествующих. Такая ситуация называется «вымывание» (*Washout*). Она является предпосылкой для дезинвестирования, то есть изъятия вложенного капитала.

Рассмотрим, как стадии венчурного финансирования соотносятся со стадиями развития объекта инвестирования. Так как количество и характер раундов индивидуальны для каждого отдельного проекта, то рассмотрим один из вариантов финансирования, представленный на рисунке 30.

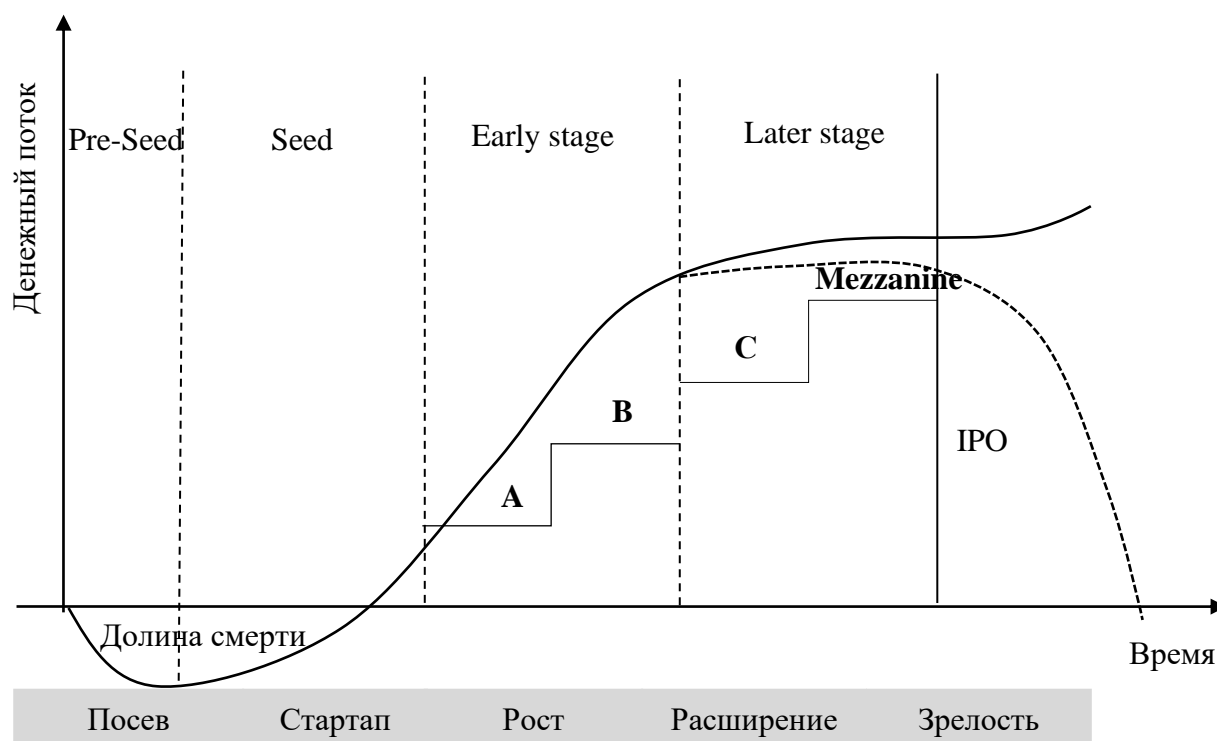


Рисунок 30 – Стадии венчурного финансирования

Первая стадия венчурного финансирования называется предпосевная, предстартовая (*Pre-seed stage/round*). Она осуществляется, когда идея трансформируется в прототип, конкретный бизнес-план. На этом этапе средства необходимы для формирования команды, проведения исследований, оценки потенциала проекта, его привлекательности, проведения краш-тестов, разработки концепции бизнеса. Наибольшая часть капитала требуется для создания прототипа продукта, *MVP (Minimum Viable Product)*, маркетинговых исследований рынка, потребителей, а также мероприятий по защите интеллектуальной собственности.

Вторая стадия — посевная или стартовая (*Seed stage/round*), уже связана со стартапом. На ней появляются первые клиенты и первые продажи, первый отклик клиентов. Поэтому возрастает потребность в финансовых ресурсах для обеспечения запуска производства, проведения начальной маркетинговой кампании, а также для продолжения исследований и совершенствования продукта, создания его последующих версий.

Первые две стадии являются критичными для нового бизнеса. Большинство идей так и не становятся стартапами, а стартапы погибают еще до начала достижения точки безубыточности. Поэтому этот период называют «долина смерти» (*Valley of Death*). Чем быстрее объект венчурного бизнеса преодолеет его, тем у него больше шансов на дальнейший успех. Как показывает практика, если первые две стадии длятся более двух-трех лет, то вероятность успеха стартапа становится минимальной. Высокая вероятность потери инвестиций на этих стадиях делают их очень рискованными, что влияет на общие объемы венчурного стартового инвестирования. В США они составляют в среднем до \$1млн. В РФ на них приходится до 20% от общего объема венчурных инвестиций с 2015 года (рис. 31). Однако инвестиции именно этих стадий характеризуются наиболее высокой ставкой доходности.

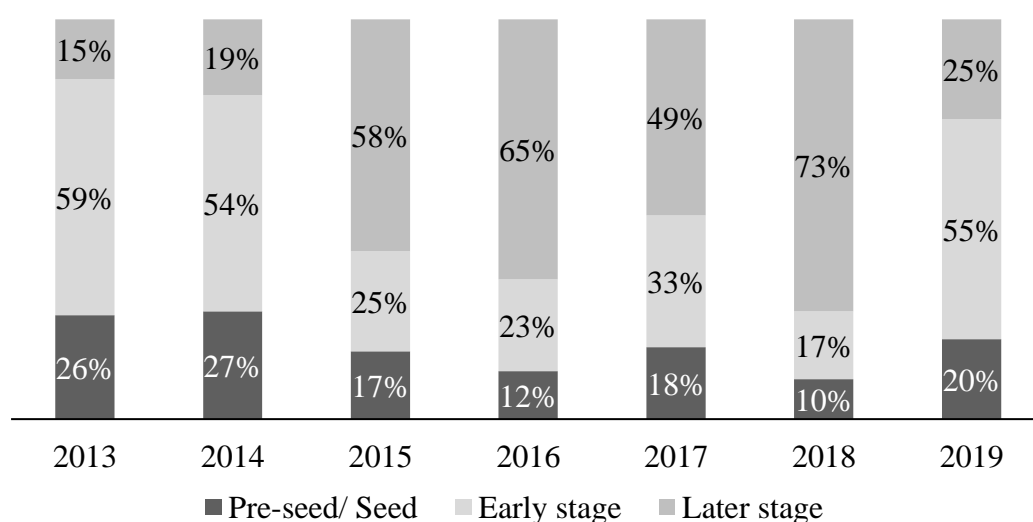


Рисунок 31 – Распределение объемов венчурного финансирования по стадиям развития объекта инвестирования в РФ

Преодолев точку безубыточности и достигнув периода роста доходов, компании могут привлекать финансирование ранней стадии (*Early Stage*). Стадия роста является более длительной, чем предыдущие. Поэтому в этот период проводится несколько раундов инвестирования. Инвестиции раунда *A* направляются молодым компаниям для налаживания организационных процессов, увеличения производственных мощностей, оборотного капитала, брендинга, создания конкурентных преимуществ. Раунд *B* предполагает осуществление вложений в действующие компании с потенциалом расширения производства, освоения новых рынков, что также связано со значительными маркетинговыми расходами. Допускаются вложения в уставный капитал компании. Ожидаемый уровень доходности на данной стадии в 3 раза ниже, как и уровень риска.

Поздняя стадия развития включает раунды *C*, *D* и, так называемое, мезонинное финансирование (*Mezzanine*). Инвестиции раунда *C* и *D* по своему целевому назначению практически не отличаются от раунда *B*: они также направляются на расширение производства, маркетинг, вложения в уставный капитал.

Однако компания переходит в стадию активного расширения и готова для осуществления серьезной модернизации, масштабного освоения рынков, поглощений и слияний.

Мезонинное финансирование – это стадия венчурного инвестирования, непосредственно предшествующая публичной продаже. К расходам данного периода относится IPO-диагностика, аудит, экспертная оценка, консультации, расходы, связанные с введением независимых директоров, наращением управленческого потенциала, формированием системы прогнозирования, бюджетирования, созданием позитивного имиджа компании. Мезонинное финансирование, как особый вид, предусматривает накопление процентов на заемные средства, предоставляемые без гарантий и залога, которые могут быть возвращены ценными бумагами или иными неденежными формами. Поэтому данное финансирование сочетает в себе принципы долгового и долевого видов финансирования.

Уровень доходности при вложении на поздних стадиях обычно не превышает 10-15%, поэтому большинство стартапов не выходят за рамки раундов C, D. Слишком большое количество раундов привлечения инвестиций считается признаком стагнации. На практике же готовность инвесторов участвовать в проекте возрастает на более поздних стадиях проекта. Согласно исследованиям *Dow Jones Venture Source* объем стартовых инвестиций примерно одинаковый на рынках США и Европы, а объем инвестиций последующих раундов в США уже в 2 раза больше, чем в Европе.¹⁴

В РФ структура объема инвестиций на ранней и поздней стадии постоянно меняется, с переменным преобладанием той или иной стадии (рис. 31). Если в 2018 году 73% инвестиций осуществлялись на стадии расширения, то в 2019 году на нее приходилось всего 25%. Предпочтения инвесторов обусловлены экономической ситуацией, инвестиционным климатом в стране, эффективностью мер государственного стимулирования.¹⁵

Таким образом, можно выделить еще один отличительный признак венчурного финансирования – это поэтапная схема инвестирования, в объеме, необходимом для достижения целей конкретной стадии (*Drip feed*). Более того, денежные средства одной стадии поступают к объектам не в полном объеме, а траншами, то есть частями от намеченного объема раунда.

Возникает вопрос: зачем же нужно инвестировать именно по стадиям? Не проще ли вложить всю сумму сразу? Такой подход решает сразу несколько проблем. Во-первых, он обеспечивает снижение рисков за счет возможности прекратить инвестирование в объект, сохранив капитал, если возникнут пред-

¹⁴ Руни Б. Европейские стартапы на первом этапе получают от инвесторов вдвое меньше, чем американские // *Wall Street Journal*, перевод А. Разинцевой, портал «Ведомости», 2013
https://www.vedomosti.ru/technology/articles/2013/01/31/amerikanskije_startapy_na_pervom_etape_poluchajut_ot

¹⁵ «Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России, 2019», РАВИ
<http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-yearbook-2019-Russian-PE-and-VC-market-review-ru.pdf>

посылки неудачной инвестиции. Во-вторых, установленные *KPI* на стадиях – это дополнительный механизм контроля и формирования финансовой дисциплины менеджмента. Кроме того, значительные разовые инвестиции провоцируют риск гибели молодой компании из-за ее неопытности и незрелости.

Распространенной практикой для эффективного распределения рисков и достижения большего объема финансирования на каждом раунде финансирования является привлечение новых инвесторов. Объединение средств разных инвесторов для решения какой-либо общей задачи осуществляется в форме синдицирования (*Syndication*). В тоже время усложняется процесс управления портфельной компанией и происходит размытие доли в капитале.

Размытие капитала (*Dilution of equity*) – это уменьшение доли в компании в результате привлечения новых инвесторов и создания опционного пула для сотрудников. Поэтому в процессе привлечения инвесторов необходимо оценивать риски снижения стоимости доли, а также репутацию и уровень компетенций новых венчурных капиталистов для получения максимального эффекта от их участия.

Опционный пул для сотрудников

Резерв доли компании для реализации прав на приобретение установленного количества акций по определенной цене (текущей на момент выдачи опциона), предоставляемых сотрудникам в качестве вознаграждения с целью их мотивации.

Формы венчурного финансирования

Классическая форма венчурного финансирования, как было отмечено, представляет собой приобретение доли в уставном капитале или акций, если речь идет об акционерном обществе. Акции могут быть обыкновенные и привилегированные. Обыкновенные акции предоставляют владельцу право голоса в управлении, а величина выплачиваемых дивидендов находится в зависимости от прибыли компании за период. Привилегированные акции, наоборот, не дают права голоса (его можно приобрести отдельно), но гарантируют фиксированную величину выплат, первоочередное получение доли при банкротстве.¹⁶ Также конвертируемые привилегированные акции можно обменять на заранее определенное количество простых.

Стоит отметить, что кроме классического варианта долевого венчурного финансирования, есть варианты долгового венчурного финансирования, которые возникают на поздних стадиях при выполнении ранее установленных *KPI*. Одним из таких вариантов является уже рассмотренное мезонинное финансирование, предоставляемое без залога и гарантий, возврат процентов по которому осуществляется в виде акций или других неденежных форм.

Другим вариантом является венчурное кредитование, займ (*Venture lending*). Этот тип долгового финансирования становится доступным после первого раунда инвестирования для объектов венчурного бизнеса, еще не обладающих положительными денежными потоками или существенными активами. Венчурные кредиторы комбинируют свои ссуды с правами на покупку акций,

¹⁶ В РФ по законодательству количество привилегированных акций должно быть не более 25% от общего объема.

чтобы скомпенсировать принимаемый на себя риск. Также займ без залога может быть выдан взамен на векселя, дающие право на получение суммы их стоимости с процентом к указанному сроку.

Вариантом венчурного кредитования является венчурная аренда или лизинг (*Venture leasing*), когда капиталист обеспечивает компанию оборудованием и инфраструктурой. В этом случае, кроме обычных условий лизинга, обычно требуются дополнительные гарантии.

Характеристика наиболее распространенных форм финансирования с точки зрения возможности контроля и выхода при благоприятных и неблагоприятных условиях представлена в таблице 6.

Выбор той или иной формы финансирования определяется целями, потребностями, возможностями и индивидуальными характеристиками как субъекта, так и объекта вложения в определенный момент времени.

Таблица 6 – Анализ наиболее распространенных форм финансирования

Формы финансирования	Контроль	Выход при благоприятных условиях	Выход при неблагоприятных условиях
Займ, конвертируемый в долю в капитале	нет	нет	да
Прямая покупка доли в капитале	да	да	нет
Обыкновенные акции	да	да	нет
Привилегированные акции	нет	нет	да
Конвертируемые привилегированные акции	да	да	да

Иными словами, нет универсального, наиболее выгодного при любых условиях для всех участников венчурного бизнеса решения. Форму финансирования и условия сделки, как правило, выбирает наиболее заинтересованный участник. На ранних стадиях развития бизнеса таким участником является потенциальный объект инвестирования, стремящийся привлечь необходимый объем финансирования.

3.2 Привлечение венчурного финансирования



«Важно не то, сколько денег вы зарабатываете, а то, сколько сумеете сохранить»

• *Robert Kiyosaki*, предприниматель, инвестор, бизнес-тренер

Источники венчурного финансирования

Вопрос выбора формы финансирования также важен, как и определение источников финансирования бизнеса, то есть возможных вариантов обеспечения проекта на разных стадиях финансовыми ресурсами согласно разработан-

ной схеме. Финансирование объектов венчурного бизнеса может быть обеспечено за счет различных источников, как внешних, так и внутренних:

1. Собственные средства (*Own funds*);
2. Средства друзей, родных, знакомых (*Friends, family and fools, FFF*);
3. Гранты (*Grants*);
4. Акселераторы (*Accelerators, Acc-r*);
5. Краудинвестинг (*Croudinvesting, C/Inv*);
6. Бизнес-ангелы (*B-Angels*);
7. Кредитные организации, банки (*Banks*);
8. Малые инвестиционные компании (*SBIC*);
9. Стратегические инвесторы (*Strategic Inv*);
10. Корпоративные инвесторы (*Corp Inv*);
11. Фонды прямых инвестиций *PEF*;
12. Венчурные фонды Посевные *VF1*;
13. Венчурные фонды Развития *VF2*.

Возможность привлечения того или иного источника финансирования зависит от стадии реализации проекта (рис. 32). На одной стадии могут привлекаться средства сразу нескольких источников.

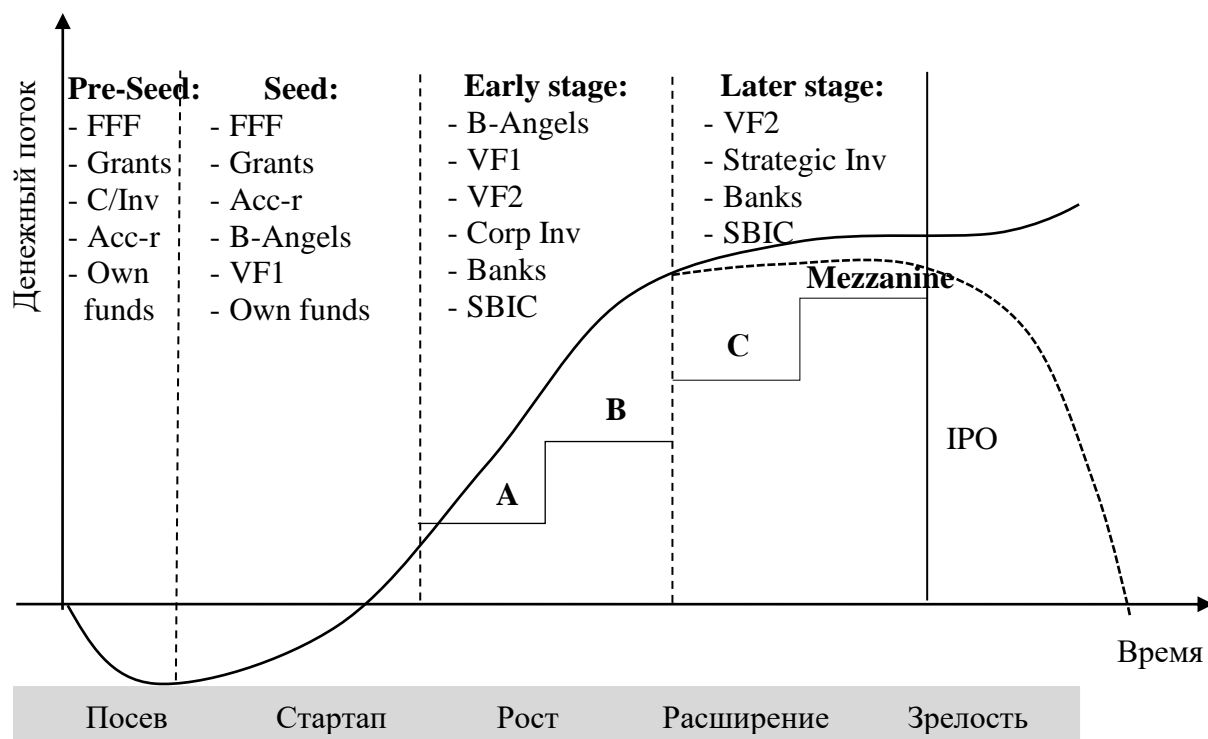


Рисунок 32 – Практика распределения источников финансирования венчурных проектов по стадиям реализации

На стадии формирования бизнес-идеи и создания прототипа, как правило, используют собственные средства и средства своих друзей, родных и знакомых (*FFF*), так как нет еще уверенности в целесообразности коммерциализации

возникшей идеи, да и первоначально задуманная концепция может претерпеть существенные изменения. Если создание продукта, предусматривает проведение исследований, результаты которого имеют практическую и/или теоретическую значимость на уровне рынка, региона, отрасли, страны, то есть возможность подать заявку на получение гранта. Как правило, объявляемые крупными фондами (например, РНФ, РФФИ) конкурсы соответствуют приоритетным направлениям стратегии развития государства. На первой стадии идею также могут поддержать на платформах краудинвестинга, на которых аккумулируются ресурсы множества людей для содействия в создании наиболее интересных для них проектов.

На следующей стадии также используются собственные средства, средства ближайшего окружения, гранты. Однако появляются и другие варианты. Некоторые акселераторы готовы инвестировать на ранних стадиях проектов. Возникает возможность привлечения в проект ресурсов бизнес-ангелов, посевных фондов, так как к этому моменту уже сформирована конкретная концепция продукта и бизнеса, которую можно представить широкому кругу специалистов и профессионалов, хотя, по-прежнему, продукт продолжает трансформироваться и совершенствоваться по результатам тестирования первыми потребителями.

На третьей стадии роста показателей доходности объект по-прежнему интересен бизнес-ангелам и посевным фондам, но он также становится привлекательным для корпоративных инвесторов, инвестиционных компаний и венчурных фондов второго типа. Достаточный объем оборотных средств и величина генерируемой прибыли позволяют покрывать расходы по обслуживанию заемных средств кредитных организаций. Собственные источники, средства окружения и гранты, как правило, уже не используются на этой стадии.

На поздней стадии расширения и зрелости к привлекаемым источникам финансирования отдельных операций и мероприятий могут относиться венчурные и стратегические инвесторы, которые заинтересованы в участии непосредственно в этом объекте, так как компании уже не требуется поддержка операционной деятельности, а уровень доходности при вхождении в проект на поздних стадиях низкий.

***Strategic Investor* «стратегический инвестор»**

Активный инвестор, целью которого является получение контроля над компанией и выгод от использования ее активов, а не владения акциями. Стремиться к слиянию или поглощению объектов для реализации стратегии развития своего бизнеса.

Стоит отметить, что данное распределение отражает наиболее распространенную практику, но не является единственно верным. Так, появляются банковские продукты, доступные на более ранних стадиях, бизнес-ангелы не ограничены никакими стадиями и критериями, стратегические инвесторы могут быть заинтересованы в объекте еще на стадии активного роста. В тоже время решение о привлечении средств того или иного источника принимают фаундеры на основании анализа недостатков и выгод от сотрудничества с ними. Рассмотрим подробнее процесс взаимодействия фаундеров с наиболее часто привлекаемыми внешними источниками финансирования: венчурным фондом,

бизнес-ангелом, корпоративным инвестором, участниками краудинвестинга.

Процесс взаимодействия с венчурным фондом

Процесс взаимодействия фаундеров с фондом начинается с подбора фонда в соответствие со стадией реализацией проекта, специализацией фонда и целями инвестирования. Существует практика обращения к консультанту на коммерческой основе уже на первом этапе. Консультант хорошо понимает правила обращения в фонды, процедуры отбора проектов, документацию, их предпочтения, организационные моменты, так как имеет связи в этой сфере. Консультант не дает гарантий получения финансирования, но может повысить шансы и ускорить процесс. Данное консультирование можно также получить в акселераторах, бизнес-инкубаторах, технопарках.

Далее детально изучаются требования фонда к проектам, к документации и обоснованиям. Проект должен быть тщательно проработан. Перечень требуемых документов индивидуален для каждого отдельного фонда. Посевные фонды запрашивают меньшее количество документов, так как некоторые виды оценки не целесообразно проводить на ранних стадиях. Основными документами, необходимыми для заявки, являются тизер проекта (*Teaser*), короткая и подробная презентации (*Elevator Pitch, Deck*). Также часто фонды запрашивают видеопрезентацию проекта.

Тизер проекта отражает ключевые сведения о концепции проекта, его преимущества по сравнению с основными конкурентами на формате одного листа А4. Презентация может включать такие разделы как, описание проблемы и ее решение, описание технологии, обзор рынка и конкурентов, конкурентные преимущества, стратегия защиты интеллектуальной собственности, маркетинговая стратегия, бизнес-модель, ценообразование, опыт и компетенции команды, общая стратегия развития, финансовая модель, обоснование запрашиваемого финансирования, оценка стоимости, стратегия выхода, оценка рисков, резюме

Пример списка документов для подачи заявки в венчурный фонд (Развития)

- Тизер (*One Pager/Teaser*)
- Презентация (*Deck/Presentation for Investor*)
- Белая книга (*White Paper*)
- Видео (*Video Explainer*)
- Бизнес-план (*Business Plan*), может быть включен в Белую книгу
- Финансовая модель (*Financial Model*), может быть включена в Белую книгу
- Оценка стоимости компании (*Company Valuation*), может быть включена в Белую книгу
- Независимый отчет (*Independent Analytical Review- ICORating, etc*)
- Резюме ключевых членов команды (*Key team members CVs, Achievements, References*), могут быть включены в Белую книгу
- Организационно-правовая, налоговая и финансовая структуры (*Legal, tax, finance structure*), могут быть включены в Белую книгу
- Инвестиционное соглашение (*Investment agreement*)
- Учредительные документы (*Shareholders/Founders agreement*)
- Фандрайзинговая стратегия (*Fundraising Strategy*)
- Дорожная карта (*Road Show Plan*)
- Результаты управления (*Track Record*)
- Отчет аудиторской проверки (*Audit report*)
- Список текущих инвесторов (*List of current investors/investor references*)

ме проекта. Краткая презентация делается на основе подробной и должна длиться 1-2 минуты.

Положительным фактором для фонда будет наличие рекомендаций от специалистов, например, менторов, консультантов.

Фонд назначает короткие встречи, где фаундеры представляют проекты. Если фонд заинтересовался проектом после короткой и детальной презентации, то он запрашивает подробное описание и обоснование проекта, представляемое в Белой книге (*White Paper*). В ней раскрываются те же разделы, что указаны в подробной презентации, но дополняются расчетами и обоснованиями.

При условии дальнейшего взаимодействия на индивидуальных встречах обсуждаются детали проекта, происходит его тестирование, согласовываются положения участников потенциальной сделки, в том числе относительно стоимости компании. Полученные договоренности между участниками фиксируются в специальном документе (*Term sheet*). Он не является юридически обязывающим документом, но обозначает намерения обеих сторон.

Далее начинается процедура проверки специалистами фонда заявленных в презентации и документах цифр и фактов (*Due diligence*), которая в среднем длится 3-4 месяца.

Наконец, после всех согласований составляется и подписывается акционерное соглашение (*Shareholders agreement*), на основе которого уже осуществляется перечисление средств по установленному графику.

Процесс получения финансирования от венчурного фонда может длиться от трех месяцев до нескольких лет. На любом из этапов взаимодействие может прекратиться и время будет потрачено впустую. Эти факторы следует учитывать при выборе венчурного фонда в качестве источника финансирования.

Бывают ситуации, когда фонд подбирает себе проекты самостоятельно. В этом случае процесс инициируется фондом, длительность этапов сокращаются.

В мировой практике по совокупности критериев (доходность, количество удачных инвестиций и др.) глобальной медиа компанией *Red Herring* был составлен рейтинг лучших фондов, который возглавляют *Accel Partners, Softbank, Index Ventures, Sequoia Capital, Kleiner Perkins Caufield & Byers, DCM, Insight Venture Partners, Draper Fisher Jurveston, Sofinnova Partners, Matrix Partners*.¹⁷ Согласно рейтингу АО «РВК» в топ активных венчурных фондов РФ на 2019 год входят *Runa Capital, I2BF, Target Global, Primer Capital, Fort Ross Venture, Gagarin Capital, QIWI Ventures, AddVenture, ФРИИ*.¹⁸

Процесс взаимодействия с бизнес-ангелом

Процесс взаимодействия с бизнес-ангелами, критерии отбора проектов, необходимые документы определяются самим индивидуальным инвестором. Однако первое знакомство индивидуального инвестора с проектом также происходит на основе заранее подготовленных презентаций о проекте. Организа-

¹⁷ По данным информационного портала:

https://cnews.ru/news/top/opublikovan_top100_glavnyh_venchurnyh

¹⁸ Согласно рейтингу активности венчурных инвесторов в 2019 году АО «РВК»:

<https://ratings2019.rvc.ru/>

ционными моментами, как правило, занимаются личные бизнес-ассистенты инвесторов.

Существует несколько способов представления проекта потенциальным индивидуальным инвесторам:

1. Участие в акселераторе, инкубаторе, технопарке;
2. Участие в соответствующих конкурсах, мероприятиях;
3. Размещение информации на специальных платформах: *Start.biznes-angel.online*, *AskCap*, *StartUpStep*, *RusBase* и др.;
4. Отправка документов напрямую бизнес-ассистентам инвесторов по контактными данным (почта, социальные сети).

Следует обратить внимание на то, что бизнес-ангелы также придерживаются собственной стратегии инвестирования, поэтому прежде, чем направлять проект конкретному инвестору для рассмотрения необходимо убедиться, что данный проект входит в круг его интересов.

Кроме того, изучение стратегии бизнес-ангела и информации о нем позволит понять, насколько выгодно и целесообразно сотрудничество с ним. Например, имидж инвестора может, как положительно, так и отрицательно повлиять на перспективы привлечения инвестиций в следующих раундах.

***Venture Philanthropy* «Венчурная филантропия»**

область филантропической деятельности, где бизнес-модели прямых инвестиций/венчурного капитала применяются в некоммерческих и благотворительных секторах.

Впервые данные принципы были использованы Джоном Кингстоном при управлении фондом *Venturesome*.

Процесс взаимодействия с корпоративным инвестором

Процесс взаимодействия с корпоративным инвестором представляет собой что-то среднее между аналогичными процессами взаимодействия с фондом и бизнес-ангелом. С одной стороны, корпоративный инвестор также имеет установленную процедуру отбора проектов, с другой стороны, данная процедура может существенно различаться в разных корпорациях. Более подробно процедуры отбора проектов для инвестирования разными субъектами будут рассмотрены в следующей главе.

Наиболее активными корпоративными инвесторами в 2019 году по версии АО «РВК» являются такие компании, как АФК «Система», Сбербанк, *Mail.ru Group*, *QIWI*, ГК ПИК, Роснано, *Softline*, *S7 Group*.

Краудинвестинг

Еще одним способом привлечения ресурсов для реализации проекта, приобретающим все большую популярность, является краудинвестинг (*Crowdinvesting*). Понятие «краудинвестинг» часто путают с понятием «краудфандинг» (*Crowdfunding*), однако между данными терминами есть различия.

Итак, краудфандинг – это коллективное сотрудничество людей (доноров), которые добровольно объединяют свои ресурсы, в первую очередь, финансовые, с целью поддержки проектов других людей (реципиентов).

К краудфандингу прибегают не только частные предприниматели, но и компании. Так в 2012 году компания *Pebble Technology* собрала \$10 266 845 от 68 тыс. доноров на реализацию проекта часов *Pebble*.

Краудфандинг может быть коммерческим и некоммерческим. Некоммерческий краудфандинг пред-

полагает безвозмездное вложение средств для благоустройства территорий, проведения операций и лечений, реализации других социальных мероприятий.

Коммерческий краудфандинг или краудинвестинг предусматривает материальное вознаграждение финансирующей стороны в будущем.

Существует несколько видов краудинвестинга:

- долговой краудинвестинг (*Debt crowdinvesting*): вложение денег в обмен на определённую долю в будущем проекте или же при условии возврата инвестиций;

- долевой/акционерный краудинвестинг (*Equity crowdinvesting*): реципиент продаёт определённую часть своего бизнеса донору-инвестору или же предлагает долю в своей компании на условиях долгосрочных инвестиций, инвестор при этом становится акционером;

- инвестирование за награду (*Reward crowdinvesting*): в обмен на инвестиции доноры получают подарки и ценные призы;

- роялти (*Royalty*): инвестиции взамен части от прибыли финансируемого проекта;

- краудлендинг (*Crowdlending*): взаимовыгодное онлайн-кредитование физических или юридических лиц другими физическими лицами.

Краудинвестинг — это более простой способ с точки зрения процедуры и документации привлечения денежных средств, однако и в этом случае необходимо заинтересовать потенциальных инвесторов своим проектом и отчитываться о результатах, в ином случае придется вернуть собранные средства.

Краудинвестинг и краудфандинг реализуются на специальных платформах. Как правило, платформы берут комиссию в размере 5-7%, если проект собирает необходимое количество средств за установленный период. Однако есть площадки, которые не берут комиссий. Также на каждой платформе действуют свои условия и требования, за соблюдением которых следят модераторы площадок и кураторы проектов. Например, это могут быть требования к вознаграждениям доноров и принцип сбора средств «все или ничего» или «оставить все». В первом варианте проекты могут финансироваться только полностью. Если проект не собирает за определенное время запрошенной суммы, то донор не получает ничего. Во втором варианте есть возможность получить определённую часть запрашиваемых денежных средств, которую удалось собрать.

К наиболее известным площадкам краудфандинга относятся *KickStarter*, *Planeta*, *Smipon*, *Boomstarter*, краудинвестинга – *StarTrack*, «Поток и А», *Akvito*,

Примеры краудфандинга

Зак Браун собрал \$55492 вместо запрошенных \$10 на приготовление картофельного салата.

Фильм Век глупцов о проблеме глобального потепления компании *Spanner Films* собрал 1млн фунтов стерлингов за 5 лет.

\$3800 было собрано на перевод книги «Моби Дик» в формат эмодзи.

Indiegogo, GoFundMe. Платформа *StarTrack* была создана в 2013 году при поддержке ФРИИ. Минимальная сумма для инвестирования составляет 10 тыс. руб. Ожидаемая доходность - около 35%. «Поток и А» – это проект Альфа - банка. Входной порог также составляет 10 тыс. руб., доходность свыше 25%. Платформа *Akvito* создана фаундерами *CarPrice* и *KupiVip*. Она специализируется на инвестициях в коммерческую недвижимость, которая сдаётся в аренду крупным и известным компаниями (супермаркетам, например). Доходность платформы свыше 11% годовых при минимальном размере инвестиций в 500 тыс. руб.

Вопросы для самопроверки

1. К какому виду финансирования относится венчурное финансирование?
2. Сформулируйте понятия венчурного финансирования и венчурного капитала.
3. Какие основные преимущества и недостатки венчурного капитала можно выделить по сравнению с банковским и промышленным капиталом?
4. Что представляет собой замещающее венчурное финансирование?
5. Приведите примеры отдельных операций, которые могут быть обеспечены за счет венчурных инвестиций.
6. В каком случае прибегают к такому виду венчурного финансирования, как выкуп доли?
7. Как обозначаются основные и дополнительные раунды венчурного финансирования?
8. В каком случае может возникнуть штрафной раунд венчурного финансирования?
9. Назовите основные стадии венчурного финансирования.
10. Какие раунды венчурного финансирования соответствуют поздней стадии расширения и зрелости компании?
11. Почему период предпосевной и посевной стадии называют «долина смерти» (*Valley of Death*)?
12. Как изменяется ожидаемая ставка доходности по стадиям финансирования?
13. Что такое мезонинное финансирование?
14. Каково распределение предпочтений инвесторов по стадиям финансирования?
15. Почему необходимо инвестировать в несколько стадий, траншами?
16. Как происходит размытие капитала?
17. В чем особенность венчурного займа?
18. Какие акции могут быть конвертированы?
19. Какие источники финансирования могут быть привлечены на стадии роста компании?
20. На какой стадии финансирования могут быть привлечены корпоративные инвесторы?
21. В чем заключается основная цель стратегического инвестора?

22. Какие основные документы необходимо подготовить для формирования заявки в венчурный фонд?

23. Какие существуют возможные варианты представления проектов индивидуальным инвесторам?

24. Что такое краудинвестинг, и как он связан с краудфандингом?

Тестовые задания к разделу 3

1. Венчурное финансирование относится к...

- а) безвозмездному финансированию
- б) долговому финансированию
- в) долевого финансированию
- г) косвенному государственному финансированию

2. Венчурный капитал — это...

- а) капитал для осуществления косвенных инвестиций в быстроразвивающиеся компании, которые имеют потребность в дополнительных вложениях, но не имеют возможности их получить из других источников
- б) капитал для осуществления прямых рискованных инвестиций в быстроразвивающиеся компании, которые имеют потребность в дополнительных вложениях, но не имеют возможности их получить из других источников
- в) вид долевого финансирования инновационных компаний

3. Капитал для осуществления прямых рискованных инвестиций в быстроразвивающиеся компании, которые имеют потребность в дополнительных вложениях, но не имеют возможности их получить из других источников это...

- а) банковский капитал
- б) венчурный капитал
- в) промышленный капитал

4. К преимуществам венчурного финансирования относится...

- а) простота процедуры получения
- б) повышение устойчивости собственного капитала компании
- в) отсутствие отчетности по использованию

5. К преимуществам венчурного финансирования относится...

- а) отсутствие жестких требований к проекту
- б) отсутствие необходимости уплаты процентов
- в) отсутствие контроля со стороны инвестора

6. К недостаткам венчурного финансирования относится...

- а) ориентация на рост, а не текущую доходность
- б) отсутствие налоговых льгот
- в) невысокая вероятность получения ожидаемой прибыли

7. К недостаткам венчурного финансирования относится...

- а) краткосрочность вложений
- б) отсутствие налоговых льгот
- в) отсутствие гарантий для инвесторов

8. Вид венчурного финансирования, при котором руководство компании отказывается от регистрации на бирже, выкупая акции с помощью венчурного капитала, называется...

- а) замещающее финансирование
- б) финансирование с целью изменения статуса компании с открытой на закрытую
- в) спасательное финансирование

9. Вид венчурного финансирования, целью которого является обеспечение мероприятий, направленных на снижения вероятности банкротства перспективной компании, называется...

- а) спасательное финансирование
- б) финансирование при выкупе
- в) замещающее финансирование

10. Вид венчурного финансирования, целью которого является замещение части заемных ресурсов компании собственным капиталом, называется...

- а) финансирование отдельной операции
- б) замещающее финансирование
- в) спасательное финансирование

11. Вид венчурного финансирования операций, связанных с выходом компании на рынок ценных бумаг, называется...

- а) финансирование отдельной операции
- б) финансирование перед IPO
- в) финансирование при выкупе

12. Финансирование запуска продукции в производство осуществляется на...

- а) предпосевной стадии (*Pre-seed round*)
- б) посевной стадии (*Seed round*)
- в) стадии роста (*Early stage*)

13. Финансирование оптимизации производственных процессов характерно для...

- а) стадии роста (*Early stage*) раунда В
- б) стадии роста (*Early stage*) раунда А
- в) посевной стадии (*Seed round*)

14. Финансирование освоения новых рынков характерно для...

- а) стадии роста (*Early stage*) раунда В
- б) стадии роста (*Early stage*) раунда А
- в) посевной стадии (*Seed round*)

15. Финансирование отдельных операций (поглощение, выход на новый рынок, модернизация продукта) характерно для...

- а) поздней стадии (*Later stage*) раунда С
- б) мезонинного финансирования
- в) стадии роста (*Early stage*) раунд В

16. Финансирование *IPO*-диагностики характерно для...

- а) поздней стадии (*Later stage*) раунда С
- б) мезонинного финансирования
- в) стадии роста (*Early stage*) раунд В

17. Мезонинное финансирование (*Mezzanine*) – это...

- а) стадия венчурного инвестирования, непосредственно предшествующая публичной продаже
- б) стадия венчурного инвестирования, предполагающая поглощение других компаний
- в) стадия венчурного инвестирования, предшествующая выходу венчурного инвестора из проекта

18. С каждой последующей стадией венчурного финансирования ожидаемая норма доходности (*IRR*) при вложении средств в проект...

- а) увеличивается
- б) снижается
- в) остается неизменной

19. Множество раундов привлечения венчурных инвестиций свидетельствует о...

- а) стабильном развитии компании
- б) стагнации в развитии компании
- в) заинтересованности венчурного инвестора в проекте

20. Поэтапная схема инвестирования в компанию вместо единовременного вложения...

- а) провоцирует риск гибели молодой компании из-за ее неопытности и незрелости
- б) увеличивает налоговую нагрузку компании
- в) поддерживает финансовую дисциплину менеджмента

21. Синдицирование (*Syndication*) в венчурном бизнесе означает...

- а) объединение средств разных инвесторов для решения какой-либо общей задачи

- б) осуществление поэтапного инвестирования в компанию вместо единовременного вложения
- в) совпадение целей менеджеров компании и венчурных инвесторов

22. С каждой последующей стадией венчурного финансирования риски...

- а) увеличиваются
- б) снижаются
- в) не изменяются

23. Привлечение фондом новых инвесторов на каждом раунде финансирования...

- а) повышает риски
- б) усложняет процесс управления компанией
- в) увеличивает стоимость компании

24. Термином «долина смерти» (*Valley of death*) характеризуют период...

- а) развития венчурной компании на стартовом этапе, когда оценить риск инвестиций сложно, и привлечение средств венчурных капиталистов затруднительно
- б) когда компания находится в кризисной ситуации и остро нуждается в венчурном финансировании
- в) период после выхода компании на биржевой рынок, но до первой публичной продажи акций

25. Форма финансирования, при котором субъект получает право голоса в управлении компании, но не получает гарантии по величине выплачиваемых дивидендов, предполагает...

- а) мезонинное финансирование
- б) приобретение привилегированных акций
- в) приобретение обыкновенных акций

26. Форма финансирования, при котором субъект не получает право голоса в управлении компании, но получает гарантии по величине выплачиваемых дивидендов и первоочередное право выплаты доли при банкротстве, предполагает...

- а) мезонинное финансирование
- б) приобретение привилегированных акций
- в) приобретение обыкновенных акций

27. Форма финансирования, при котором субъект получает право выплаты процентов на вложенную сумму в виде акций или других неденежных форм без получения залога и гарантий, предполагает...

- а) мезонинное финансирование
- б) приобретение привилегированных акций

в) приобретение обыкновенных акций

28. Форма финансирования, при котором субъект получает право без залога на выплату определенной суммы к указанному сроку, включающую величину инвестиций с процентами, предполагает...

а) приобретение привилегированных акций

б) приобретение векселей

в) выдачу займа

29. При заключении сделки, как правило, венчурное финансирование осуществляется в форме...

а) займа

б) покупки доли в уставном капитале

в) приобретения векселей

30. Оптимальным вариантом финансирования для минимизации рисков при выходе из АО считается...

а) прямое инвестирование в капитал

б) конвертируемый займ

в) приобретение конвертируемых привилегированных акций

31. Оптимальным видом финансирования для минимизации рисков при выходе из ООО считается...

а) прямое инвестирование в капитал

б) приобретение простых акций

в) приобретение привилегированных акций

32. К основным источникам финансирования на предпосевной стадии (*Pre-seed*) относятся...

а) гранты, краудинвестинг, *FFF*

б) бизнес-ангелы, венчурные фонды

в) корпоративные инвесторы, венчурные фонды

33. К основным источникам финансирования на посевной (*Seed*) стадии относятся...

а) гранты, краудинвестинг, *FFF*

б) бизнес-ангелы, *FFF*, гранты

в) корпоративные инвесторы, венчурные фонды

34. К основным источникам финансирования на ранней стадии (*Early stage*) относятся...

а) гранты, краудинвестинг, *FFF*

б) бизнес-ангелы, *FFF*, гранты

в) корпоративные инвесторы, венчурные фонды, бизнес-ангелы, банки

35. К основным источникам финансирования на поздней стадии (*Later stage*) относятся...

- а) венчурные и стратегические инвесторы
- б) бизнес-ангелы, *FFF*, гранты
- в) корпоративные инвесторы, бизнес-ангелы, банки

36. Добровольное объединение ресурсов людей для достижения коммерческих целей в замен на вознаграждение финансирующей стороны в будущем называется...

- а) краудфандинг
- б) краудинвестинг
- в) краудлендинг

37. Онлайн-кредитование физических и юридических лиц физическими лицами на более выгодных условиях, чем в банке, называется...

- а) краудфандинг
- б) краудинвестинг
- в) краудлендинг

39. При осуществлении долевого краудинвестинга (*Equity crowdinvesting*)...

- а) реципиент продаёт определённую часть своего бизнеса донору (инвестору), или же просто предлагает долю в своей компании на условиях долгосрочных инвестиций
- б) в обмен на инвестиции доноры получают подарки и ценные призы
- в) инвестирование происходит в обмен на определённую долю в будущем проекте или же при условии возврата вложенных средств

40. Документ, в котором стороны фиксируют свои договоренности, определяют основные положения будущего акционерного соглашения, называется...

- а) *Term sheet*
- б) *Shareholders agreement*
- в) *Due dilligence*

41. Стадия процесса венчурного инвестирования, на которой осуществляется выявление привлекательных сторон, исследование рисков и оценка существующих проблем относительно ведения дел с потенциальной портфельной компанией, называется...

- а) *Term sheet*
- б) *Shareholders agreement*
- в) *Due dilligence*

42. Сколько существует этапов венчурного финансирования...

- а) 2
- б) 3

в) количество этапов будет зависеть от того, на какой стадии жизненного цикла будет осуществляться венчурное финансирование

43. После каких раундов финансирования проводится оценка стоимости компании (*Post-money valuation*)...

- а) после раундов *A, B*
- б) после раундов *C, D*
- в) после всех раундов

44. Область деятельности, где бизнес-модели прямых инвестиций/ венчурного капитала применяются в некоммерческих и благотворительных секторах, называется...

- а) венчурная благотворительность
- б) венчурная филантропия
- в) венчурное спонсорство

45. Резерв доли компании для реализации прав на приобретение установленного количества акций по определенной цене, предоставляемых сотрудникам в качестве вознаграждения с целью их мотивации, называется...

- а) опционный пул для сотрудников
- б) страховой бонус для сотрудников
- в) мотивационный пул для сотрудников

Практические задания к разделу 3

Задание 1 «Краудинвестинг»

На основании анализа топ-10 лучших и худших проектов, представленных на одной из площадок краудинвестинга (*StarTrack*, «Поток и А», *Akvito*, *Indiegogo*, *GoFundMe* и др.) необходимо:

1. Сформировать типовую структуру проекта для представления на площадке;
2. Выявить факторы успеха и причины неудач проектов для краудинвестинга;
3. Выявить и проанализировать парадоксы, если таковые имеются;
4. Построить прогноз для топ-10 успешных проектов, ранжировать их по вероятности успеха с обоснованием;
5. Ответить на вопрос и обосновать свою точку зрения: «В какие из проектов Вы были бы готовы инвестировать?»

Задание 2 «Источники финансирования»

На основании анализа данных в сети-интернет следует выбрать наиболее интересный бизнес-проект/ стартап (это может быть личный разрабатываемый бизнес-проект), для которого необходимо разработать схему финансирования по следующим этапам:

1. Оценить общую потребность в ресурсах для реализации проекта;

2. Определить инвестиционные и эксплуатационные затраты проекта первых периодов реализации (до стадии расширения);

3. Разработать схему финансирования проекта, указав на каждом расчетном этапе реализации проекта внешние и внутренние источники финансирования с долей покрытия потребности в финансовых ресурсах каждым источником;

4. При необходимости скорректировать затраты проекта на основании схемы финансирования (например, включить затраты на обслуживание займов), и затем внести корректировки в схему финансирования для обеспечения проекта финансовыми ресурсами на всех этапах его реализации.

Задание 3 «Условия инвестирования»

Кейс 1. Фаундер запрашивает у венчурного фонда 2 млн руб. для коммерциализации новой технологии. Ожидаемая стоимость компании через пять лет составляет 20 млн руб. Правила фонда требуют, чтобы ожидаемая норма прибыли превышала 35%. На каких условиях фонд согласиться на инвестиции? Сколько он может получить через 5 лет при продаже акций?

Кейс 2. Фонд готов инвестировать в стартап 5 млн руб. при доле в компании 40%. Ожидаемая норма прибыли 30%. Через 7 лет фонд планирует продать акции стратегическому инвестору, но оставляет право первого предложения от фаундеров стартапа. Выгодно ли данное предложение для фаундеров? Смогут ли они сохранить контроль над компанией, не прибегая к дополнительным инвестициям?

Кейс 3. Данные о денежных потоках трех инвестиционных проектах представлены в таблице 7. Ожидаемая норма прибыли 20%. Проведите необходимые расчеты и ранжируйте проекты по степени привлекательности для венчурного инвестора.

Таблица 7 – Данные о проектах

Показатель	Проект 1	Проект 2	Проект 3
Требуемые инвестиции, млн руб.	40	40	35
Чистый денежный поток 1 периода, млн руб.	9	14	25
Чистый денежный поток 2 периода, млн руб.	16	28,7	15
Чистый денежный поток 3 периода, млн руб.	40	18	12
Уровень риска	10	8	10
Предлагаемая доля в компании	20%	25%	25%
Расчетный рост стоимости компании в год	40%	35%	30%

РАЗДЕЛ 4. ТЕХНОЛОГИЯ УПРАВЛЕНИЯ ВЕНЧУРНЫМИ ПРОЕКТАМИ

4.1 Венчурный проект: характеристика, этапы управления



«Сколько вы знаете миллионеров, которые стали богаты, инвестируя в банковские депозиты? Вот то-то же»

• *Allen Robert G.*, инвестиционный консультант, писатель

Понятие и характеристика венчурного проекта

Прежде всего, необходимо понять, что представляет собой проект в общем смысле. С одной стороны, проект – это конкретная форма реализации какой-то идеи, инициативы, с другой стороны, это сопутствующая документация. Следовательно, венчурный проект, как и любой другой проект, должен представлять собой комплекс мероприятий для решения проблемы или достижения поставленных целей и иметь основные элементы проекта такие, как формализованное назначение, *SMART*-цели, задачи и система показателей.

При этом венчурный проект представляет собой часть инновационного с момента возникновения необходимости в привлечении внешних недолговых источников финансирования. Поэтому ему присуще все черты инновационного проекта, отличающие его от традиционного бизнес-проекта:

- новизна рынка/технологии/ продукта;
- отличные от известных потребителю свойства;
- необходимость изучения потребителей, их моделей поведения, формирования новых моделей поведения;
- нечеткое конкурентное поле;
- невыстроенные процессы;
- высокие риски.

Кроме того, венчурный проект обладает характеристиками инвестиционных проектов и специфическими чертами. Он предполагает привлечение венчурного капитала в качестве источника его финансирования и венчурных капиталистов в качестве одного из управляющих субъектов. В основе решений венчурного капиталиста об участии в проекте лежит ожидание относительно соотношения уровня риска и вознаграждения (*Risk-Reward ratio*). При этом венчурный проект характеризуется высокой доходностью в случае успеха одновременно с низкой вероятностью этого успеха из-за высоких и плохо управляемых рисков.

Таким образом, венчурный проект — это инновационный бизнес-проект, отличающийся повышенной степенью новизны, риска и потенциальной доходности.

Виды венчурных проектов

Так как венчурные проекты представляют собой разновидность инновационных и инвестиционных проектов, то и основные классификационные признаки, в соответствии с которыми их можно сгруппировать, относятся либо к

инновационным, либо к инвестиционным характеристикам.

Как объект инвестирования, венчурные проекты могут быть разделены на следующие группы по признакам:

- масштабность решаемых задач: монопроекты, мультипроекты и мегапроекты;
- совместимость реализации: зависимые, независимые и исключающие;
- срок реализации: краткосрочные, среднесрочные и долгосрочные;
- объем требуемых ресурсов: небольшие, средние и крупные.

Монопроекты направлены на решение одной конкретной задачи. Мультипроекты связаны с достижением сложной цели, например, с созданием научно-технического комплекса, решением крупной технологической проблемы. Мегапроекты представляют собой многоцелевые комплексные программы, требующие централизованного финансирования и руководства из координационного центра, например, проекты технического перевооружения отраслей, повышение конкурентоспособности продукции и технологий. Как правило, они реализуются в рамках стратегии развития страны.

Венчурные проекты могут как зависеть, так и не зависеть от реализации других инвестиционных проектов. Зависимые проекты выполняются только в определенной технологической или временной последовательности. Исключающими называют альтернативные проекты, направленные на решение одной задачи.

Краткосрочные инвестиционные проекты реализуются в период до одного года, и, чаще всего, связаны с обновлением отдельных видов оборудования. Венчурные же проекты, как правило, имеют более длительный срок реализации, то есть относятся к среднесрочным (1-3 года) или долгосрочным (более 3 лет). Однако если инновационный продукт имеет очень короткий производственный цикл и ограничения в модификации, а рынок характеризуется высокой скоростью насыщения, то венчурный проект может быть краткосрочным. Стоит отметить, что данные условия определяют низкую вероятность успеха проекта.

Группировка проектов на небольшие, средние и крупные по объему требуемых ресурсов достаточно условна, так как нет четких границ данного разделения ввиду влияния отраслевой специфики.

При этом венчурные проекты, как подвид инвестиционных, по своей сути относятся к проектам реновации, то есть обеспечивают прирост рыночной стоимости объекта и являются высокодоходными и высокорисковыми проектами с внешним или смешанным финансированием.

Инновационная составляющая в венчурных проектах определяет их разделение на группы по следующим признакам:

- потребности рынка: требующие создания нового сегмента или направленные на удовлетворение существующих потребностей;
- инновационный потенциал: радикальные, проекты модернизации, модификации, улучшения и комбинированные;
- степень новизны инновации: принципиально новые, частичные, локаль-

ные, имитационные;

- назначение: проекты усовершенствования, дополнения, замещения, вытеснения;

- функции инновации: продуктовые, технологические, социальные, управленческие, организационные;

- тип инновации: новый продукт, новый метод производства, новый рынок, новый источник сырья, новая структура управления;

- характер целей: конечные, промежуточные;

- уровень решения: мировые, федеральные, региональные, отраслевые, корпоративные;

- степень самостоятельности: проекты внутри действующей организации, самостоятельные бизнес-проекты;

- отраслевая направленность решений: биотехнологии, транспорт, пищевая промышленность и др.

Наличие особых характеристик венчурных проектов позволяет выделить ряд специфических признаков их классификации. Они представлены на рисунке 33.

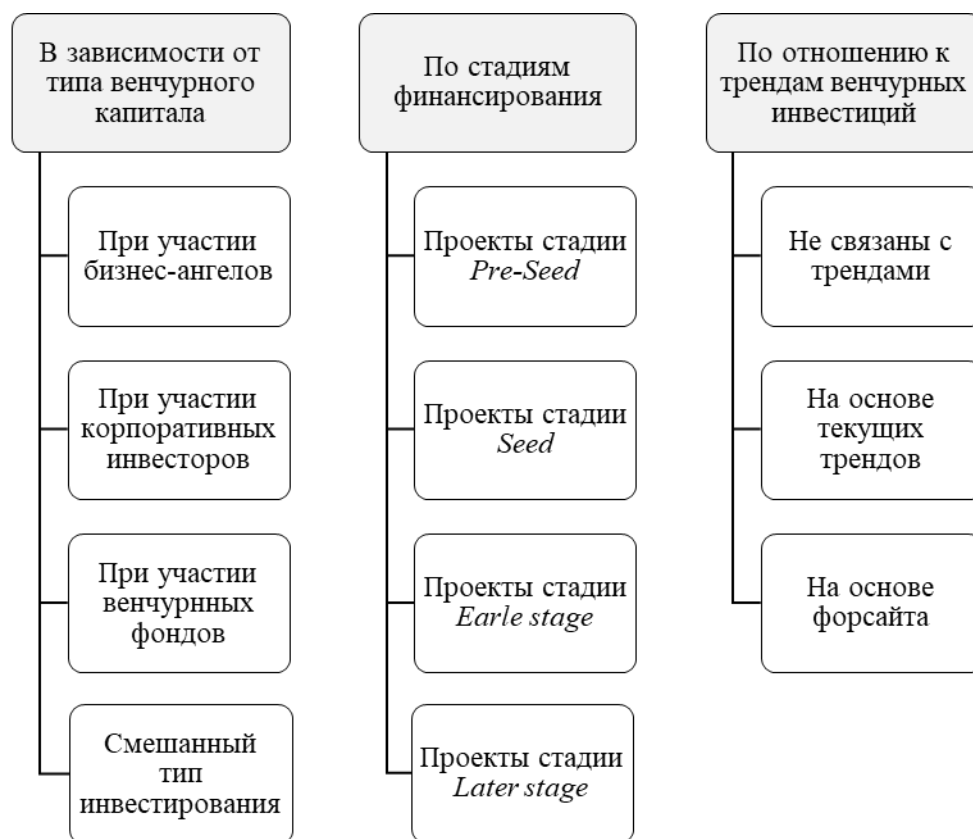


Рисунок 33 – Специфические признаки классификации венчурных проектов

Одним из важных критериев разделения венчурных проектов является их отношение к современным трендам венчурного бизнеса. По своей целевой и отраслевой направленности проекты могут как совпадать, так и не совпадать с

текущими трендами. Но наиболее интересные проекты создаются на основе форсайта технологий, то есть предвидения их развития в будущем. Группировки проектов в зависимости от типа венчурного капитала и стадиям финансирования основаны на принципах, рассмотренных в разделе 3 «Финансирование венчурного бизнеса».

Этапы жизненного цикла венчурного проекта

Так как венчурный проект является частью инновационного, то и его жизненный цикл практически совпадает с жизненным циклом инновационного проекта. Разница заключается в том, что инновационный проект может начинаться раньше, с этапа проведения фундаментальных и прикладных исследований. Инновационный проект становится венчурным с момента привлечения венчурного капитала, что происходит не ранее этапа прикладных исследований и проектно-конструкторских разработок. Также венчурным проект может стать и на более поздних стадиях коммерциализации.

Жизненный цикл венчурного проекта тесно связан со стадиями финансирования и может быть разбит на более мелкие этапы. Например, предстартовая фаза (*Pre-startup*), на которой осуществляются предпосевные инвестиции, включает этап завершающих исследований, создания прототипа, MVP, разработки различных версий продукта. Стартовая фаза (*Startup*) предполагает проведение этапа запуска проекта (*Launch, Early startup*) и более позднего стартового этапа (*Late startup*). Далее на следующей фазе (*Post startup*) начинается рост (*Early growth*) и происходит расширение (*Expansion*) компании. При этом с точки зрения инвестора жизненный цикл венчурного проекта заканчивается подготовкой к выходу и непосредственно выходом из него. Количество и длительность этапов проекта зависят от стратегии управления проектами венчурного инвестора и предпринимателя.

Кроме того, стадии жизненного цикла могут существенно различаться в разных отраслях. Например, посевная стадия при производстве биофармацевтических продуктов связана с проведением доклинических исследований, опытов вне живого организма (*In vitro*) и на лабораторных животных (*In vivo*), а при разработке программного обеспечения – с разработкой концептуальной и альфа-версией программы.

Основные этапы управления

При этом необходимо понимать, что управление проектами с точки зрения фаундера и с точки зрения венчурного инвестора имеют совершенно разные основания, подходы и технологии. Фаундер или фаундеры формируют идею, создают команду, разрабатывают и оценивают бизнес-проект, планируют, привлекают ресурсы, реализуют и управляют проектом. Венчурного инвестора интересуют иные аспекты: каналы поиска, методика отбора проектов, структурирование и финансирование сделки, контроль и мониторинг, стратегия выхода их проекта (рис. 34).

Рассмотрим отдельные этапы технологии управления проектами с точки зрения различных субъектов венчурного бизнеса.



Рисунок 34 – Этапы управления венчурными проектами с точки зрения субъектов венчурного бизнеса

Формирование венчурного капитала

Первый этап заключается в формировании венчурного капитала. Капитал венчурного фонда аккумулируется в процессе фандрайзинга посредством привлечения инвесторов, юридических или физических лиц. Капитал корпоративных инвесторов может быть создан как за счет внутренних источников компании (чистой прибыли, резервных фондов и т.д.), так и за счет вложений внешних инвесторов. Бизнес-ангелы накапливают капитал в процессе индивидуальной профессиональной, предпринимательской или инвестиционной деятельности.

Выбор каналов поиска проектов

Каждый субъект венчурного бизнеса определяет достоверные и надежные каналы поиска проектов. Венчурные фонды имеют наиболее обширную сеть каналов входящих потенциальных объектов инвестирования:

- сотрудничество с наиболее успешными отечественными и зарубежными венчурными фондами;
- базы данных о компаниях;
- встроенные связи с широким кругом предпринимателей и ученых (*Networking*);
- участие в ключевых отраслевых конференциях;
- заявки в акселераторы;
- прямые предложения управляющим фонда через сайт и другие формы связи.

Некоторые фонды предпочитают целенаправленно искать проекты, входящие в область их интересов. Как правило, это фонды, имеющие узкий фокус. В этом случае специалисты фонда проводят мониторинг научных публикаций, баз данных по мировым разработкам, встречаются с учеными с целью проведения форсайта технологий и выявления трендов. Совпадение трендов технологического развития и актуальных потребностей рынка (*Unmet need*) дает четкое понимание области интересов. Далее они устанавливают контакты через личные связи с фаундерами интересующих их проектов. Участие в отраслевых конференциях также дает доступ к базе проектов с узкой специализацией.

Корпоративные инвесторы имеют доступ практически к тем же каналам, что и венчурные фонды. Например, перспективный проект, не прошедший отбор в какой-либо фонд по причине иной отраслевой направленности, может быть рекомендован корпоративным инвесторам. Они используют базы данных о компаниях, личные связи, принимают участия в конкурсах и конференциях, а также отслеживают заявки на платформах коллективных инвестиций.

Обширные личные связи бизнес-ангелов обеспечивают доступ ко многим каналам поступления проектов, однако в отличие от венчурных или корпоративных инвесторов они концентрируются на одном-трех каналах, например, бирже проектов, конкурсах и прямых обращениях.

Разработка методики отбора проектов

Большой поток поступающих предложений из различных каналов требует наличия эффективного механизма отбора проектов для инвестирования - «просеивание» проектов (*Screening, Scrubbing Deal Flow*) (рис. 35). Данный механизм позволяет распознать выгодный венчурный проект, снизить вероятность принятия неверных инвестиционных решений.

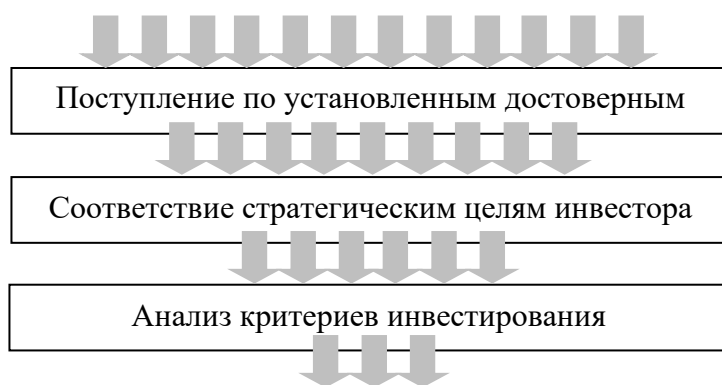


Рисунок 35 – Просеивание проектов (*Screening*)

Если венчурный фонд и корпоративный инвестор имеют разработанную методику отбора проектов, то бизнес-ангелы в большей степени полагаются на интуицию, личный опыт, консультации экспертов. Однако в любом случае проект должен поступить через достоверный канал, соответствовать

***Scout* «Скаут»**

Специалист, определяющий перспективные цели для портфельных инвестиций

стратегическим целям инвестора и удовлетворять его критериям.

К критериям отбора проектов для венчурных инвесторов относятся:

- фундаментальная привлекательность;
- эффективность инвестиций;
- уровень риска;
- потенциал роста стоимости;
- инновационная составляющая;
- возможность глобальной и национальной защиты интеллектуальных прав;
- уровень понимания целевых рынков;
- квалификация и компетенции команды;
- наличие вероятных стратегических партнеров,
- интерес инвесторов к активам и др.

Процесс формирования портфеля инвестиций венчурных фондов предполагает наиболее тщательную проверку проектов с учетом множества критериев и показателей. Процедура разделяется на два этапа. На первом этапе происходит изучение потенциальных инвестиционных возможностей по методологии фонда его специалистами (*Due diligence*). Важным является не только соответствие критериям и инвестиционный потенциал проекта, но и качество представляемых материалов, глубина оценки и проработки всех аспектов фаундерами, что дает возможность оценить компетенции и характеристики команды. На втором этапе выполняется экспертная оценка сделок со стороны инвестиционного комитета, которая учитывает контроль сделки инвесторами, исключение заинтересованности и другие аспекты потенциальной сделки.

Практика двухэтапного отбора проектов свойственна и корпоративным инвесторам. Сначала анализируется потенциал проектов специалистами компании, затем происходит одобрение сделок стратегическими менеджерами.

Бизнес-ангелы, в первую очередь, оценивают общую привлекательность проекта и устанавливают отношения с командой разработчиков. К оценке проектов по критериям могут привлекаться консультанты и эксперты, однако итоговое решение остается за индивидуальным инвестором. В этом случае возможны различные сценарии принятия решений, в том числе и по «правилу большого пальца» (*Rules of thumb*), то есть по приблизительным расчетам будущей стоимости объекта. При этом полная глубокая проверка проекта по каким-либо критериям вообще может не проводиться, если установлены доверительные отношения бизнес-ангела с командой разработчиков и проект входит в сферу его интересов.

Более подробно методика отбора проектов будет рассмотрена в параграфе 4.2.

Структурирование сделки

После принятия положительного решения об инвестировании начинается этап структурирования сделки, который позволяет повысить ее эффективность за счет определения ее условий. Структурирование сделки предполагает выбор инструментов, обеспечивающих как оптимальное финансирование бизнеса, так и соблюдение интересов инвесторов. К таким инструментам относятся:

- вид финансирования при заключении сделки и последующих стадиях при выполнении *KPI*;

- опционы выхода, позволяющие регулировать способность реализовать или расширить долю в зависимости от ситуации;

- гарантии от фаундеров, менеджеров компании.

Выбор модели структуры сделки зависит от стадии жизненного цикла, на которой находится объект инвестирования, и целей инвестора. Например, при заключении сделки на первых стадиях покупка доли в капитале согласуется с опционами. На следующих стадиях заемное финансирование может сочетаться как с опционами, так и с гарантиями. Таким образом, формируются особые условия сделки, закрепляемые в соглашении между венчурным инвестором и основателями бизнеса (*Shareholders agreement*). К особым условиям сделки могут относиться:

- требование реинвестирования в производство вместо выплаты дивидендов по обыкновенным акциям;

- выпуск привилегированных акций;

- *KPI* каждой стадии финансирования;

- право блокирования решения

основателей/ запрет на принятие самостоятельных решений по сделкам;

- запрет на изменение Устава компании без согласия инвестора;

- запрет на дополнительную эмиссию ценных бумаг и привлечение новых инвесторов;

- сохранение структуры портфеля ценных бумаг до окончания сроков финансирования и др.

No Shop, No Solicitation Clauses

«условие исключительности»

Положение, предписывающее компании после заключения сделки иметь дело только с данным инвестором в течение установленного срока.

Финансирование сделки

После заключения договора на основе разработанной в процессе структурирования сделки схемы финансирования (*Structured financing*) с учетом потребностей конкретного проекта, инструментов и технических особенностей, осуществляется финансирование венчурного проекта. Вопросы венчурного финансирования подробно рассмотрены в разделе 3.

Сопровождение сделки

Одновременно с процессом финансирования проекта в течение времени пребывания инвестиции в портфеле инвестора (*Holding period*) происходит сопровождение сделки, которое включает контроль, мониторинг и менеджмент, нацеленный на преумножение стоимости компании. Управление объектом инвестирования может быть как активным и включать консультирование и участие в принятии стратегических решений, так и пассивным. При этом даже пассивное участие предполагает осуществление мониторинга и контроля показателей проекта со стороны инвестора с целью снижения рисков неблагоприятного выхода.

Мониторинг включает периодическое выполнение следующих действий:

- детальный анализ целевых рыночных сегментов;

- анализ отчетности;
- независимая оценка стоимости компании;
- мониторинг судебных делопроизводств, нарушения исключительных прав на продукт;
- анализ изменения состава участников;
- отслеживание репутации, публичной активности компании;
- анализ контрактов и договоров на адекватность цены и условий, аффелированность и др.

На основе мониторинга и анализа показателей проекта реализуется поэтапное инвестирование в соответствии с прогрессом, а также сценарное финансовое моделирование, формирование альтернативных планов. Для выполнения данных функций могут привлекаться независимые эксперты, может проводиться инвентаризация и аудит по запросу венчурного капиталиста.

Степень возможного контроля со стороны инвестора определяется его долей в капитале и условиями сделки, такими как приобретение прав на продукт, требования и запреты относительно выпуска и продажи акций, способов погашения инвестиций, включение положений о смене контроля в учредительные документы.

Мониторинг и контроль портфельной компании должен включать в себя как анализ выполнения операционных показателей, так и выявление возможного использования средств не по назначению. Возможное использование средств не по назначению показывают такие индикаторы, как наличие отклонения реального финансового результата от планового более, чем на 20%, систематическое появление дополнительных (экстраординарных) статей расходов, неэффективное управление задолженностью и расходами и др. (рис. 36).



Рисунок 36 – Индикаторы использования средств не по назначению

Активное участие инвестора в рамках сопровождения проекта, кроме мониторинга и контроля, предполагает выполнение дополнительных функций, связанных не только с финансированием и стратегическим управлением, но с решением кадровых задач, подбором и привлечением бизнес-партнеров, аутсорсинговых компаний.

Подготовка к реализации выхода и выход

В конце участия в проекте (*Holding period*) происходит подготовка к реализации выхода и выход инвестора из проекта. Однако планирование сроков и условий завершения сотрудничества, ликвидации доли в компании и получения максимального дохода осуществляется еще в процессе оценки проекта и структурирования сделки. Данные планы отражаются в стратегии выхода (*Exit strategy*).

Выход из проекта — это один из ключевых моментов всего процесса, так как его реализация влияет на эффективность всей сделки. Важно, как можно точнее определить момент выхода, когда дальнейший темп роста стоимости капитала замедлится и не будет приносить доход. Конечная прогнозируемая доходность инвестиций (*Exit track record*) при этом должна быть максимальной. Поэтому в процессе разработки стратегии учитываются не только показатели роста компании, но и условия при выходе из проекта (*Exiting climates*).

Возможны следующие варианты выхода инвестора из проекта:

1. Ликвидация проекта с изъятием основных средств, передачей технологий;
2. Продажа бизнеса целиком;
3. Выкуп доли инвестора с возможным использованием опционов (*Put/ Call*)
 - управляющими, сотрудниками, председателем компании (*MBO, MEBO*);
 - внешними менеджерами (*MBI*);
 - стратегическим инвестором;
4. Публичное размещение акций.

Не все варианты одинаково привлекательны для венчурного инвестора и фаундеров компании. Ликвидация проекта или продажа бизнеса целиком являются наименее выгодными вариантами. Если для инвестора они еще могут принести желаемый уровень доходности, то для основателей они означают преждевременное приостановление или завершение функционирования их бизнес-проекта.

Привлекательность варианта выкупа доли инвестора для основателей зависит от того, кем он будет произведен и при каких условиях. Долю инвестора могут выкупить менеджеры самой компании или внешние менеджеры. Первый вариант называется *Management buy out (MBO)* , второй - *Management buy in (MBI)* . Сочетание двух вариантов получило название *Management buy in buy out (BIMBO)* . Выкуп компанией своей доли у инвестора, чаще всего привилегированных акции, относится к понятию обратного выкупа (*Redemption*). Разновидностью *MBO* является выкуп

<p>COLOMBO (COLossally Over-priced MBO) чрезвычайно переоцененный выкуп управляющими</p> <p>BAMBI (Bloody Awful MBI) совершенно ужасный выкуп управляющими</p>
--

доли управляющих совместно с сотрудниками компаний *Management employee buyout (MEBO)*. Председателя, который инвестирует в процессе выкупа доли управляющими называют *Chairman investing MBO (CHIMBO)*.

При выкупе управляющие могут воспользоваться правом приобретать определенное количество акций по фиксированной цене в течение определенного промежутка времени в виде опциона на покупку (*Call option*). Встречное право венчурного инвестора требовать от компании обратного выкупа определенного количества акций по фиксированной цене в оговоренный период времени реализуется в виде опциона на продажу (*Put option*). Он также исполняет функции гибкого руководства и манипулирования со стороны инвестора. Данные права должны быть определены в процессе структурирования сделки и закреплены в договоре.

Приобретение доли управляющими или сотрудниками компании дает возможность получить полный контроль над деятельностью, выкуп доли внешними менеджерами, наоборот, снижает уровень контроля. Кроме того, может возникнуть потенциальный конфликт интересов при оценке стоимости выкупа или проблемы с финансированием менеджмента. В случае нехватки финансирования менеджмент может обратиться в специальный фонд или компанию, которые предоставляют заемные средства для осуществления выкупов (*Leveraged buyout fund (LBO fund)*). Однако для венчурного инвестора это может быть единственный выгодный вариант выхода с прибылью из проекта, не имеющего покупателей на рынке.

Продажа доли венчурного инвестора стратегическому покупателю (*Strategic buyer*) также означает потерю контроля управляющими над объектом. В то же время она дает возможность получения нового опыта и эффекта синергии. Данный вариант выхода подходит для венчурного инвестора, если стратегический инвестор будет заинтересован в покупке не только прав на нематериальные активы. В случае, если стратегический инвестор намерен приобрести долю, превышающую долю венчурного капиталиста, может потребоваться дополнительное согласование.

***Strategic Buyer* «стратегический покупатель»**

крупная компания из того же сектора индустрии, в котором действует портфельная компания, заинтересованная в своей покупке из соображений развития своего бизнеса

Публичное размещение акций позволяет сохранить управляющим контроль над компанией, а венчурному инвестору привлечь значительные средства. Данный вариант имеет не высокий потенциал реализации в РФ в связи с недостаточным развитием фондового рынка, а также характеризуется большей степенью сложности и высокой стоимостью организации.

В целом специфика фондового рынка, практика венчурных инвестиций в стране оказывают существенное влияние на выбор стратегии выхода. Так в РФ до 2017 года преобладала стратегия продажи доли стратегическому инвестору, в последние годы не наблюдается явного предпочтения инвесторов относительно стратегии выхода их проектов (рис. 37).

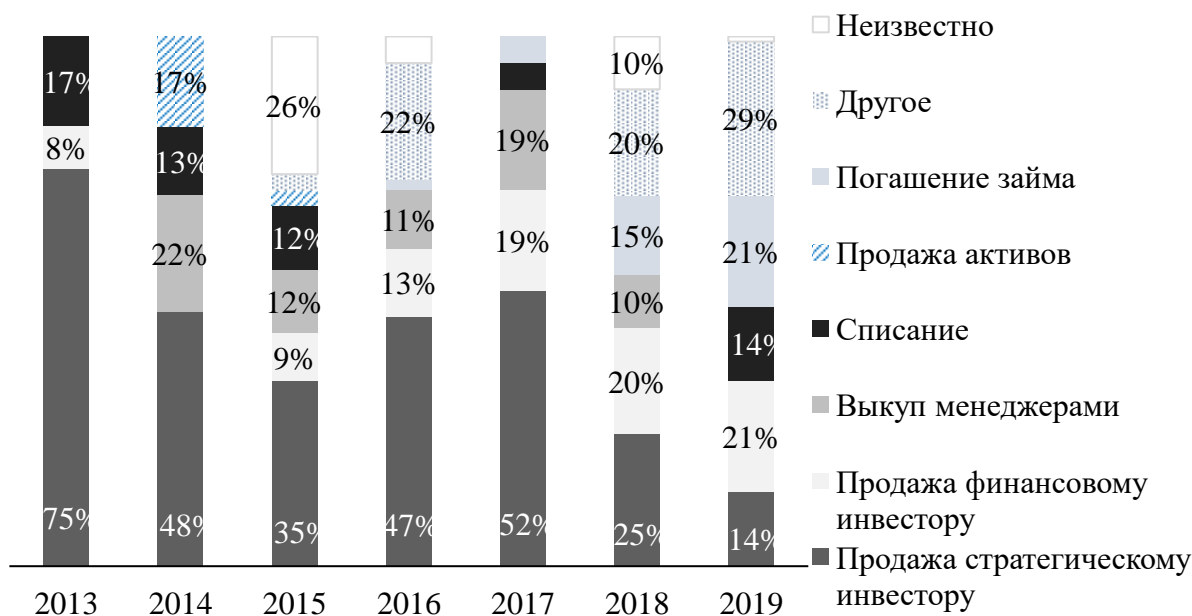


Рисунок 37 – Распределение числа выходов с участием венчурных фондов

Эффективность процесса управления проектом оценивается по результатам выхода инвестора из проекта: абсолютным и относительным показателям эффективности инвестиций, роста стоимости доли компании и др. Ситуация, в которой инвестор получает крупную прибыль за короткий срок, называется ситуацией «полного успеха» (*Home run*, по аналогии с термином игры в бейсбол). Обратная ситуация, в которой ценные бумаги падают в цене ниже цены покупки, что означает убыток при их продаже, называется «зависание» (*Hung-up*).

4.2 Методика отбора венчурных проектов



«Если вы собираетесь охотиться на слонов, не надо сбиваться с пути ради кроликов»

• *Thomas Boone Pickens*, магнат, финансист, руководитель фонда *BP Capital*

Элементы методики оценки венчурных проектов

Методика оценки проектов по критериям является основой для принятия решений об инвестировании. Как правило, критерии, нормы, алгоритм оценки устанавливаются каждым субъектом венчурного бизнеса самостоятельно с учетом индивидуальных потребностей. Кроме того, методика может изменяться в зависимости от внешних условий, рыночной конъюнктуры, а также различаться по странам, так как она учитывает и инвестиционный климат региона. Для формирования общего представления о процедуре оценки и отбора проектов рассмотрим пример методики. Она включает в себя восемь основных элемен-

тов, представленных на рисунке 38.

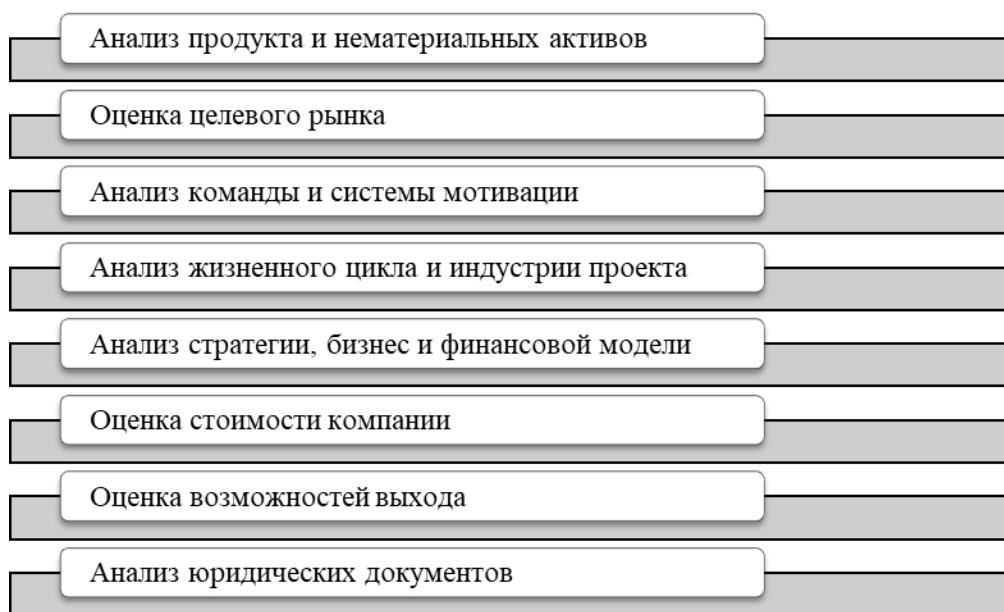


Рисунок 38 – Элементы методики оценки венчурных проектов

Представленные на рисунке элементы могут выполняться, как последовательно, так и параллельно. Рассмотрим каждый элемент более подробно.

Анализ продукта и нематериальных активов

Целью анализа продукта и нематериальных активов является определение вероятности и ограничений генерирования проектом положительных денежных потоков в долгосрочной перспективе.

Для достижения этой цели необходимо оценить следующие параметры продукта:

- патентоспособность продукта, включая новизну, инновационность, уникальность, и уровень достигнутых результатов;
- величина спроса на продукт, ограничения на его использование;
- масштабируемость и экономический эффект;
- экономический и юридический срок жизни продукта;
- соответствие продукта и сегмента рынка стратегическим целям инвестора.

В процессе проведения патентного анализа выявляют новизну и инновационность продукта, вероятность нарушения прав интеллектуальной собственности, возможность защиты прав на продукт посредством патентного или авторского права, механизма коммерческой тайны. Патентный анализ основан на определении ключевых характеристик продукта, как одного из объектов защиты прав собственности: изобретения, промышленного образца, полезной модели. По ключевых характеристиками осуществляется поиск конкурирующих патентов или поданных заявок с учетом выбранных стран (как минимум, это должны быть страны производства и сбыта продукта) за определенный период.

Период поиска может быть ограничен максимальным сроком действия прав на объект, сроком существования рынка. По характеристикам и результатам поиска оценивается потенциальная возможность применения механизмов защиты прав на продукт. Как правило, используют все возможные варианты охраны интеллектуальных, часто защищая каждый из элементов продукта по отдельности. Например, изобретение может быть защищено как патентом, так и режимом коммерческой тайны, программное обеспечение авторским и патентным правом.

Однако если продукт не отличается сложностью производства и его легко скопировать с применением измененных технологий, то целесообразность траты средств и времени на патентование снижается. Триггерами появления заменителей является отсутствие патента, политики конфиденциальности, потребности в специализированных трудовых ресурсах, простота технической реализации идеи.

Кроме того, может быть проведен анализ динамики выдачи патентов в отрасли для определения трендов и востребованности продукта.

Величина спроса на продукт измеряется в четырех категориях: потенциальный объем (или емкость) рынка (*Potential available market, PAM*), общий объем целевого рынка (*Total addressable market, TAM*), доступный объем рынка (*Served available market, SAM*), реально достижимый объем рынка (*Serviceable obtainable market (SOM)*). Потенциальный спрос и общий объем целевого рынка являются наиболее важными критериями для оценки потенциала продукта, характеризующие глобальность проблемы, которую решает продукт, потребность в нем. Доступный и достижимый объем рынка ограничиваются универсальностью продукта в сравнении с конкурентами и производственными возможностями бизнеса. Привлекательная для инвестора бизнес-модель должна иметь достаточно значительные показатели общего и доступного объема рынка (*TAM, SAM*).

Важным моментом является выбор метода оценки категории величины спроса на продукт. Не все из существующих методов подходят для оценки инновационного продукта. К наиболее подходящим относятся пропорциональный метод (*Chain ratio method*), метод темпа выбытия, метод пробного рынка, а также адаптированные методики к оценке рынка инноваций (например, методика с учетом изменения во времени отношения потребителей к инновации согласно теории Э. Роджерса¹⁹).

В процессе оценки спроса на продукт также следует учитывать наличие возможных ограничений доли рынка ввиду действия лицензий, прав только на определенной территории, использования программных продуктов только на отдельных типах систем и т.п.

Масштабируемость бизнеса отражает потенциал роста его стоимости, а, значит, влияет на объем доступного рынка. Если темп прироста прибыли суще-

¹⁹ Лебедева А.С., Гармонников И.С., Бударина Е.В., Рогавичене Л.И., Абдуллах М. Методика оценки емкости рынка инноваций// Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент - 2019. - №3.- С. 3-16

ственно выше прироста инвестиций во внеоборотные активы при расширении производства, наблюдается высокий темп роста рентабельности инвестиций, то бизнес отличается высокой масштабируемостью и гарантирует высокую стоимость при продаже компании. К наиболее масштабируемым относятся продукты сферы ИТ, фармацевтики, к наименее – сервисные компании.

Определение юридического и экономического сроков жизни продукта позволяет верно построить прогнозы относительно динамики финансовых и экономических показателей проекта. Экономический срок рассчитывается исходя из нормативов или среднестатистического срока жизни поколений аналогичных продуктов с учетом вероятности утечки информации, спроса на комплиментарные продукты. Юридический срок службы ограничен сроком действия закрепленных прав на интеллектуальную собственность.

Оценка целевого рынка

В рамках оценки целевого рынка определяют потенциал его роста, конкурентную среду, анализируют динамику объема спроса экспертным путем на основе ряда показателей, представленных в таблице 8.

Таблица 8 – Оценка целевого рынка

Показатели	Позитивный фактор	Незначительное влияние	Негативный фактор
Потенциал развития рынка (суммарная стоимость сделок на рынке в привязке к ВВП, степень покрытия рынком потенциальных покупателей)	Зарождающийся	Развивающийся	Развитый
Прогноз по драйверам и дефляторам (рост количества потенциальных потребителей, ввод гос. программ поддержки, сезонные колебания, макроэкономические факторы и др.)	Положительный	Несущественное изменение	Негативный
Результат анализа конкурентной среды (количество продаж лидеров рынка, концентрация участников)	Слабая	Средняя	Сильная
Количество поставщиков и покупателей (концентрация)	Значительное	Среднее	Незначительное
Вероятность появления новых игроков	Незначительная	Средняя	Существенная

Для оценки показателей проводится экспертный анализ рынка, значение критериев устанавливаются с помощью бенчмаркинга. Для несуществующих или вновь созданных рынков, что является обычной ситуацией в венчурном бизнесе, оценка проводится на основе прогнозов и потенциальных величин, так как накопленные фактические данные отсутствуют.

Анализ команды и системы мотивации

Анализ команды выявляет соответствие опыта и компетенций ключевых

сотрудников требованиям проекта. Изучается не только опыт в создании и ведении бизнеса, но и уровень образования, квалификация, опыт работы по профилю бизнеса, *soft/ hard skills* по резюме, интервью. Также проводится анализ планируемой штатной структуры с точки зрения покрытия функциональных обязанностей, зон пересечения ответственности, уровня заработных плат, конфликта интересов между основателями и управляющими. Рассматривается возможность устранения выявленных недостатков путем найма сотрудников, аутсорсинга инжиниринговых, производственных, административных функций, заключения партнерских соглашений, участия в бизнес-инкубаторах, акселераторах, технопарках. Мотивация членов команды и ключевых сотрудников отражает их готовность преодолевать препятствия и решать поставленные задачи в различных условиях. Поэтому система мотивации должна быть справедливой и адекватной, связанной с *KPI*. Вознаграждения должны соответствовать результату и учитывать индивидуальные потребности сотрудников. На степень мотивации участников команды указывает их доля вложенного капитала. Как правило, анализируются три составляющие системы мотивации: фиксированная часть, краткосрочное премирование и долгосрочная мотивация. Фиксированная часть в виде оклада и компенсационных выплат, текущее или единовременное премирование применяются для стимулирования достижения краткосрочных целей. Долгосрочная мотивация может быть обеспечена за счет опционных программ (классические или фантомные опционы) и предоставления акций с ограничительными условиями.

Классические опционы -

предоставление возможности приобрести акции компании после выполнения установленных *KPI*.

Фантомные опционы -

предоставление возможности при выполнении *KPI* получать бонус, равный превышению стоимости доли на момент выплаты над стоимостью доли на момент начала программы. При этом размер доли в капитале присваивается участнику виртуально в начале программы.

При этом долгосрочная мотивация в развитых странах составляет около 50%, зарплата и премирование – по 25%. В отечественной практике 40% приходится на фиксированную часть, 50% - на краткосрочное премирование, и только 10% - на долгосрочную мотивацию.²⁰

Анализ жизненного цикла и индустрии проекта

Представление об этапах жизненного цикла конкретного проекта, возможной длительности его стадий позволяет установить *KPI* и спрогнозировать сроки их достижения. Для каждого этапа проекта устанавливаются различные ключевые показатели:

- разработана идея будущего продукта;
- разработан лабораторный прототип продукта;
- разработан готовый продукт;
- производство расширено до определенного масштаба;
- продукт занимает определенную долю рынка и др.

²⁰ По данным исследований АО «РВК» и компании E&Y, Москва, 2016

Однако стадии жизненного цикла, их длительность и, соответственно, ключевые показатели могут существенно различаться по отраслям. Например, в биофармацевтике ключевые показатели (*KPI*) посевной стадии будут связаны с получением разрешения на проведение клинических испытаний при условии удовлетворительных результатов доклинических испытаний. В период стартапа будут продолжаться исследования по эффективности продукта, которые, в случае успешно пройденных испытаний, завершатся выдачей регистрационного удостоверения. Ключевые показатели в секторе ИТ будут связаны с созданием альфа и бета версий продукта, устранением ошибок и погрешностей, расширением функционала и совершенствованием интерфейса по результатам тестирования с привлечением потенциальных пользователей.

Кроме того, анализ стадий жизненного цикла необходим для определения соответствующих диапазонов ставок дисконтирования. Средний размер инвестиций и ставок на рынке по стадиям позволяет оценить адекватность расчетов и запрашиваемых инвестиций. Если на первых стадиях ставка дисконтирования может достигать 60-80%, то на стадии расширения она, как правило, находится в пределах 10-20%. Средний размер инвестиционных сделок имеет тенденцию к увеличению от начальной к более поздним стадиям.

Анализ стратегии, бизнес и финансовой модели

Анализ стратегии, бизнес и финансовой модели является одним из самых важных для принятия решения этапов, так как дает представление о настоящем и будущем положении бизнеса. Вместе с тем он требует внимания к деталям, что делает его наиболее трудоёмким.

В рамках стратегического анализа изучаются цели и задачи фаундеров по отношению к доходности, планам продаж, итоговым результатам стадий жизненного цикла проекта, определяется насколько они совпадают или расходятся с целями инвесторов. для выявления сильных и слабых сторон проекта, возможностей и рисков на рынке, влияния на него различных факторов могут быть использованы различные инструменты: *SWOT* анализ, *PEST* анализ, *SNW* – анализ, сценарный анализ, матрица Ансоффа, матрица *BCG*, конкурентный анализ Портера, отличительные способности по Каю, стратегический диалог, ключевые компетенции, цепочка создания ценностей, ценностные дисциплины Трейси и Вирсемы и др.

Далее общая концепция бизнеса, его миссия, ценности, стратегия детализируются на уровне бизнес-модели, включая продуктовую линейку и ценностные предложения, ресурсы и ключевых бизнес-партнеров, потребительские сегменты, каналы сбыта и продвижения, географию, модель управления организацией, внешние коммуникации, источники доходов и структуру издержек. Кроме того, анализируется операционная модель с точки зрения ценовой политики, внешних и внутренних стандартов, принципов построения управленческой, бухгалтерской, налоговой отчетности, системы контроля.

Моделирование финансовых результатов компании основано на аналитической оценке и оценке состояния бизнеса на определенную дату в форме отчетностей (рис. 39).

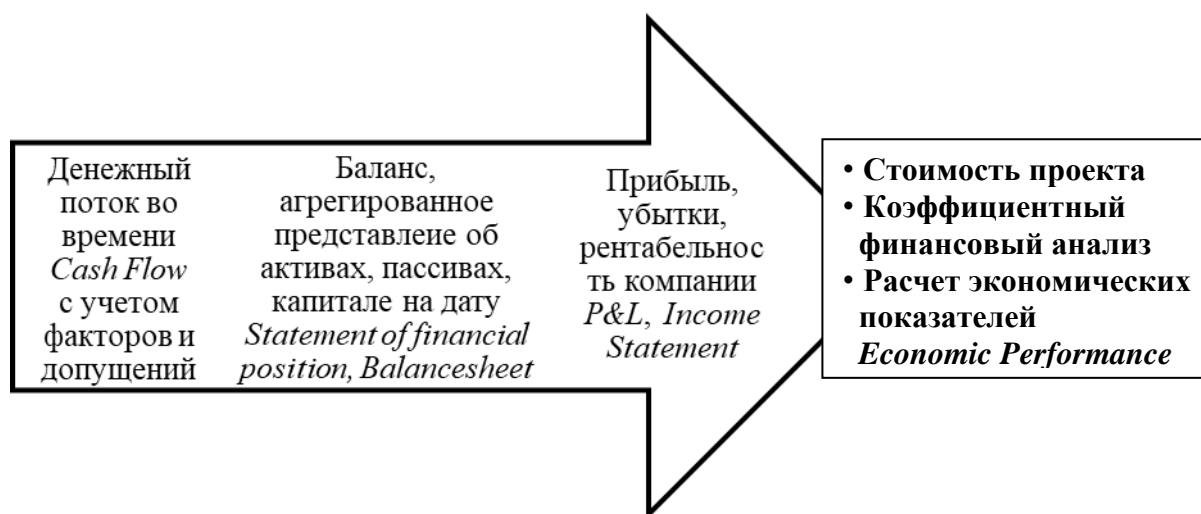


Рисунок 39 – Методический подход к построению финансовой модели проекта

К основным формам отчетности относятся: Отчет о финансовом положении, Отчет о движении денежных средств, Отчет о финансовых результатах, Отчет об изменениях капитала. Они взаимосвязаны друг с другом и имеют определенную логику построения. При этом денежные потоки по проекту строятся с учетом следующих факторов и допущений:

- макроэкономические (инфляция, курс валюты рынка сбыта, ВВП, налоговые ставки и др.);
- рыночные (потенциал развития рынка, стоимость продукта, абсолютное и денежное выражение объемов реализации и др.);
- операционные (затраты на единицу продукции, фонд оплаты труда по должностям, фонд непредвиденных расходов, срок производства единицы продукции и др.);
- инвестиционные (предполагаемая стоимость и период выхода инвестора, обоснование и расчет ставки дисконтирования и др.).

На основе данных форм отчетности определяется стоимость проекта, коэффициенты платежеспособности, финансовой устойчивости, оборачиваемости, рентабельности, обеспеченности собственными средствами, а также показатели экономической эффективности.

Показатели экономической эффективности, построенные на основе прогнозируемых денежных потоков, являются неким резюме осуществления операционной, инвестиционной и финансовой деятельности компании и отражают рентабельность и доходность инвестиций с учетом различных факторов. Существует несколько групп показателей оценки экономической эффективности проекта (рис. 40).

Spreadsheet «спредшит» - обобщающая информация о финансовом положении компании, представленная в виде таблиц (включая баланс, счет прибылей и убытков, данные о продажах).
Spreadsheet Jockey «спредшит-жокей» - персонаж современного бизнеса, углубленно занимается анализом финансовых показателей ради самого анализа

Статические	Динамические
<ul style="list-style-type: none"> • Недисконтированный период окупаемости (<i>Payment period, PP</i>) • Бухгалтерская рентабельность инвестиций (<i>Account Rate of Return, ARR</i>) • Коэффициент рентабельности инвестиций (<i>Return On Investments, ROI</i>) • Метод сравнения прибыли • Метод приведенных затрат • Метод накопленного эффекта • Метод расчета точки безубыточности (<i>Break-Even Point, BEP</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> • Дисконтированный период окупаемости (<i>Discounted payment period, DPP</i>) • Чистый приведенный доход – ЧПД (<i>Net Profit Value, NPV</i>) • Индекс доходности - ИД (<i>Profitability Index, PI</i>) • Внутренняя норма рентабельности - ВНР (<i>Internal rate of return, IRR</i>) • Модифицированная внутренняя норма рентабельности - (<i>Modified internal rate of return, MIRR</i>)
Специфические	Альтернативные
<ul style="list-style-type: none"> • Метод суперпозиции • Метод условного выделения 	<ul style="list-style-type: none"> • Концепция добавленной экономической стоимости (<i>Economic Value-Added, EVA</i>) • Срок возврата кредитных средств • Метод оценки реальных опционов (<i>Real options valuation, ROV</i>) • Метод скорректированной текущей стоимости (<i>Adjusted Present Value, APV</i>)

Рисунок 40 – Методы оценки экономической эффективности проекта

Основные показатели делятся на статические и динамические. Расчет статических показателей, в отличие от динамических, производится на основании недисконтированных денежных потоков, то есть без учета влияния на них факторов времени, риска, инфляции, ликвидности. Они не дают точных результатов, но используются на этапе предварительной оценки проектов. Кроме статических и динамических показателей могут быть использованы и другие методы, например, метод оценки реальных опционов или метод скорректированной текущей стоимости, который учитывает дополнительные эффекты, возникающие от долгового финансирования проектов (например, эффект налогового щита). Однако к основным показателям экономической оценки проектов относятся: срок окупаемости (*DPP*), чистый приведенный доход (*NPV*), индекс доходности (*PI*), внутренняя норма доходности (*IRR*), точка безубыточности *BEP*, рентабельность инвестиций (*ARR, ROI*). Итоговый перечень показателей для оценки эффективности проекта зависит от его типа и специфики проекта, требований к точности расчетов, исходной информации.

Прогнозные показатели финансовой модели проекта должны удовлетворять установленным требованиям инвестора, в первую очередь, с точки зрения

ожидаемой доходности, которая должна превышать пороговую для участия в проекте ставку.

Оценка стоимости компании

Динамика финансовых и экономических показателей является одним из факторов роста стоимости компании. Рост стоимости компании – это ключевой фактор принятия решения об участии в проекте венчурного капиталиста, так как его основная доходность определяется не величиной выплачиваемых дивидендов, а стоимостью его доли при выходе.

Оценка стоимости объекта выполняется по определенному алгоритму. На первом этапе определяются параметры оценки и характеристика объекта (цель, дата, юридические права на объект, вид стоимости и т.п.), составляется план и график работ с указанием сроков сбора информации и ее обработки, времени на проведение анализа рынка аналогичных объектов и конкурентных параметров сопоставимых объектов, масштабов спроса и предложения, анализа рыночных условий финансирования и др. Если оценка проводится привлеченным экспертом-оценщиком, то также рассчитывается его гонорар.

Далее осуществляется сбор и подтверждение внутренней и внешней информации, на основе которой изучается влияние различных факторов на стоимость объекта. К внешним факторам относятся факторы национального и регионального уровня (например, стабильность курса валют, межгосударственные связи, регулирующее законодательство, ограничения), а также факторы конкретного рынка (например, стабильность спроса на услуги, рост цен на ресурсы, наличие аналогичных объектов и их рыночная стоимость). Внутренние факторы конкретной компании связаны с материально-вещественными данными, техническими, экономическими и финансовыми показателями деятельности, как ретроспективными, так и прогнозными. Влияние факторов выражается либо в повышении стоимости объекта, либо в понижении. Например, высокий уровень квалификации персонала, деловая активность увеличивают оценочную стоимость компании, а отрицательная динамика финансовых показателей, низкая эффективность управления кредиторской задолженностью относятся к понижающим стоимость факторам.

На основании результатов анализа состояния компании составляется прогноз его развития с учетом влияния внешних факторов, отраслевых тенденций и планируемых мероприятий. Указываются допущения и ограничительные условия, использованные при проведении оценки (например, «стоимость земельного участка не рассчитывалась, так как нежилые помещения являются встроенными»; «объекты оценки не обладают какими-либо скрытыми дефектами»; «использованы достоверные источники информации», «необходимая информация принималась на основе визуального осмотра оцениваемых объектов»). Так как в процессе предыдущих этапов оценки проекта большая часть данных уже определена, то эти этапы существенно сокращаются и упрощаются.

На следующем этапе производится расчет искомой стоимости компании на определенные даты, как правило, одним из методов в рамках доходного, сравнительного и затратного подходов (табл. 9). Также часто используют метод

венчурного капитала, метод *Pre-money* и *Post-money*. Однако не все методы могут быть использованы в каждом случае, так как есть ограничения в их применении.

Таблица 9 – Характеристика подходов к оценке стоимости объекта

Подход/ метод	Общий принцип. Методы	Условия применения
Доходный подход	<p>Основан на величине ожидаемых результатов деятельности, временной стоимости компании в пост-прогнозный период при оптимистическом, реалистическом и оптимистическом вариантах развития событий.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Метод капитализации прибыли - Метод дисконтированных денежных потоков - Метод равноэффективного аналога 	Компания стабильно генерирует денежные потоки.
Сравнительный подход	<p>Основан на корректировке стоимости по сравнению с компаниями аналогами, стоимость которых подтверждена рынком.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Индексирование по фактору времени - Метод учета коммерческих корректировок - Метод учета коммерческих и параметрических корректировок - Метод направленных качественных корректировок - Метод расчета по удельным показателям и корреляционным моделям - Метод корректирующих мультипликаторов 	Имеются компании-аналоги, известна их рыночная стоимость.
Затратный (имущественный) подход	<p>Основан на определении затрат, необходимых для восстановления, либо замещения объекта с учетом его износа. Учитывается разница скорректированных по особому принципу активов и пассивов, суммы текущих затрат, связанных с ликвидацией предприятия.</p> <ul style="list-style-type: none"> - Метод чистых активов (<i>Net Asset Value, NAV</i>) - Метод замещения - Метод ликвидационной стоимости (<i>Liquidation Value, LV</i>) 	В целях оценки собственного капитала компании через активы. Имеются достоверные данные отчетности.
Метод венчурного капитала	<p>Основан на отношении будущей стоимости инвестиций (приведенная будущая стоимость объема инвестиций по ставке <i>IRR</i>) к конечной стоимости компании (прибыль, скорректированная на среднеотраслевой мультипликатор стоимости к прибыли)</p>	Целесообразно на этапе принятия решения об инвестировании средств в новый проект.
Метод <i>Pre-money</i> и <i>Post-money</i>	<p>Основан на стоимости доли инвестора с учетом размытия капитала. Определенная иными методами стоимость компании до инвестирования <i>pre-money</i> корректируется с учетом величины планируемых инвестиций в раунде, долей «входящих» и «исходящих» инвесторов.</p>	При привлечении капитала от множества инвесторов.

Полученные варианты стоимости объекта необходимо согласовать. Для этого производят проверку полученных данных с точки зрения «здравого смысла», проверку первичной информации. Затем определяют вероятностные величины и предельные значения стоимости объекта для всех подходов. Наконец, находится единственная величина стоимости объекта как средневзвешенное с учетом достоверности методов или среднеарифметическое.

Оценка возможностей выхода

Методика отбора венчурных проектов также включает оценку возможностей выхода, то есть определение периода выхода, условий выхода и наиболее выгодного варианта выхода из проекта. Данные вопросы подробно рассмотрены в п.4.1.

Анализ юридических документов

Еще одним аспектом оценки проектов является проверка документов, договоров на юридическую чистоту с целью определения вероятности мошенничества, достоверности предоставленных данных фаундерами, наличия существенных фактов непреднамеренных нарушений законодательства. В рамках данного этапа, как правило, проводят юридическую экспертизу. Экспертов также привлекают для проведения патентного анализа, технологической, финансовой и налоговой экспертизы.

Качественное выполнение всех этапов методики отбора объектов венчурного инвестирования снижает вероятность принятия неправильного решения относительно участия в проектах, а, значит, уменьшает риски финансовых потерь в ходе осуществления венчурного бизнеса.

Вопросы для самопроверки

1. В чем заключаются отличия венчурного проекта от традиционного бизнес-проекта?
2. Какие специфические черты отличают венчурный проект от инновационного и инвестиционного?
3. На какие группы могут быть разделены венчурные проекты, как объект инвестирования?
4. Какие специфические признаки классификации, отличные от инвестиционных и инновационных проектов, присущи венчурным проектам?
5. Какие факторы определяют количество, длительность и содержание этапов жизненного цикла венчурного проекта?
6. Назовите основные этапы технологии управления венчурными проектами с точки зрения инвестора.
7. На основе каких критериев венчурный капиталист выбирает каналы поиска проектов для инвестирования?
8. Что понимается под термином «просеивания» проектов (*Screening*)?
9. В чем заключаются два этапа процедуры проверки и отбора проектов при формировании портфеля инвестиций венчурного фонда/ корпоративного инвестора/ бизнес-ангела?
10. В чем заключается основная цель структурирования сделки?

11. Какие существуют инструменты структурирования сделки?
12. В каком документе закреплены условия сделки между венчурным инвестором и фаундерами проекта?
13. Какие процессы осуществляются в рамках сопровождения сделки?
14. Какие виды анализа предполагает мониторинг венчурного проекта?
15. Приведите примеры индикаторов использования средств не по назначению.
16. Какие существуют благоприятные для венчурного инвестора выходы из проекта?
17. Когда происходит разработка стратегии выхода из проекта?
18. Какие из вариантов выхода инвестора из проекта являются наименее привлекательными для фаундеров?
19. Какие параметры продукта оценивают в процессе его анализа согласно методике отбора проектов?
20. Какие факторы и допущения следует учитывать при оценке финансовой модели проекта?
21. Какие существуют основные подходы к оценке стоимости бизнеса?
22. В чем заключается суть метода венчурного капитала для оценки стоимости бизнеса?

Тестовые задания к разделу 4

1. Венчурный проект отличается от инновационного...
 - а) повышенной степенью риска
 - б) более коротким сроком окупаемости
 - в) объемом требуемых вложений

2. Венчурный проект...
 - а) включает в себя инновационный проект
 - б) полностью совпадает с инновационным проектом
 - в) это часть инновационного проекта

3. Какой из каналов поиска проектов характерен преимущественно для венчурных фондов?
 - а) базы данных о компаниях
 - б) взаимодействующие венчурные фонды
 - в) отраслевые конференции

4. Какой из каналов поиска проектов характерен преимущественно для бизнес-ангелов?
 - а) личные прямые обращения
 - б) базы данных о компаниях
 - в) платформы коллективных инвестиций

5. Какой из каналов поиска проектов характерен преимущественно для корпо-

ративных венчурных инвесторов?

- а) биржи проектов
- б) предложения, поступающие через официальный сайт
- в) отраслевые конференции

6. *Due diligence* в процессе отбора проектов представляет собой...

- а) процесс изучения недостатков и преимуществ проекта инвестиционным комитетом
- б) процесс изучения недостатков и преимуществ проекта представителями фонда
- в) процесс согласования условий сделки венчурного финансирования между фондом и разработчиками проекта

7. Определение факторов, ограничивающих период генерирования прибыли от реализации продукта, при отборе венчурных проектов осуществляется в рамках...

- а) анализа стратегии и доходности
- б) оценки целевого рынка
- в) анализа продукта

8. Определение вероятности положительного денежного потока от реализации продукта в долгосрочной и среднесрочной перспективах при отборе венчурных проектов осуществляется в рамках...

- а) анализа стратегии и доходности
- б) оценки целевого рынка
- в) анализа продукта

9. В процессе оценки потенциала спроса продукта при отборе венчурных проектов анализируется...

- а) срок жизни продукта
- б) возможность или сложность замещения продукта
- в) масштабируемость продукта

10. К триггерам появления заменителей продукта не относится...

- а) масштабируемость продукта
- б) отсутствие патента, политики конфиденциальности
- в) простота технической реализации идеи

11. В процессе отбора венчурных проектов оценивают...

- а) экономический срок жизни продукта
- б) юридический срок жизни продукта
- в) экономический и юридический сроки жизни продукта

12. Анализ масштабируемости продукта в процессе отбора венчурных проектов

предполагает...

- а) сравнение масштабов производства с другими аналогичными производствами
- б) сопоставление темпов прироста прибыли и требуемых инвестиций при расширении производства
- в) оценку ограничений доли рынка продукта

13. Анализ рынка в процессе отбора венчурных проектов не включает...

- а) оценку потенциальной величины спроса на продукт
- б) оценку конкурентной среды
- в) оценку ограничений доли рынка продукта

14. Анализ планируемой штатной структуры в процессе отбора венчурных проектов позволяет...

- а) выявить зоны пересечения ответственности персонала
- б) оценить опыт команды проекта
- в) оценить соответствие системы мотивации и *KPI*

15. Анализ системы мотивации ключевых сотрудников в процессе отбора венчурных проектов позволяет...

- а) выявить зоны пересечения ответственности персонала
- б) оценить опыт команды проекта
- в) оценить соответствие системы мотивации и *KPI*

16. К основным подходам оценки стоимости компании относят...

- а) методы дисконтированного и недисконтированного срока окупаемости
- б) доходный, сравнительный, затратный
- в) альтернативные методы

17. К негативным индикаторам при оценке венчурного проекта не относятся...

- а) наличие двух видов учета: бухгалтерского и аналитического
- б) завышение размера и темпа роста денежных потоков проекта
- в) преувеличенная ценность продукта

18. Привлечение внешних экспертов в оценке венчурных проектов...

- а) необходимо для обеспечения независимости анализа в непрофильных областях
- б) не приветствуется, так как это увеличивает сроки и стоимость оценки
- в) возможно только для некоторых видов проектов

19. К инструментам, обеспечивающим соблюдение интересов инвестора при структурировании венчурной сделки, относится...

- а) привлечение внешних экспертов к оценке
- б) выбор видов финансирования

в) завышение размера и темпа роста денежных потоков проекта

20. К инструментам, обеспечивающим соблюдение интересов инвестора при структурировании венчурной сделки, относится...

а) проведение дополнительного раунда финансирования

б) выбор опционов выхода

в) завышение размера и темпа роста денежных потоков проекта

21. К инструментам, обеспечивающим соблюдение интересов инвестора при структурировании венчурной сделки, относится...

а) проведение дополнительного раунда финансирования

б) гарантия от основателей/ менеджмента компании

в) привлечение внешних экспертов к оценке

22. Венчурный инвестор не вправе внести в условия контракта при заключении венчурной сделки...

а) требование реинвестирования в производство вместо выплаты дивидендов по обыкновенным акциям

б) запрет на принятие самостоятельных решений по сделкам

в) величину изымаемого ранее инвестированного капитала при невыполнении *KPI*

23. Мониторинг и контроль со стороны венчурного инвестора не включает...

а) периодический анализ личных дел всех сотрудников компании

б) периодический детальный анализ смет расходов и бюджета движения средств

в) мониторинг судебных делопроизводств

24. Об использовании средств не по назначению свидетельствует факт...

а) несущественных отклонений фактических показателей от плановых

б) систематического появления дополнительных (экстраординарных) статей расходов

в) изменения в составе ключевых сотрудников компании

25. Какой из опционов выхода из проекта более привлекателен с точки зрения венчурного инвестора?

а) опцион *PUT*

б) опцион *CALL*

в) опцион *OUT*

26. Какой из опционов выхода из проекта более привлекателен с точки зрения компании?

а) опцион *PUT*

б) опцион *CALL*

в) опцион *OUT*

27. Выкуп, при котором действующие управляющие компании приобретают в собственность эту компанию, ее часть или какую-то существующую в ней производственную линию у венчурного инвестора, пользуясь поддержкой прямых инвестиций, называется...

- а) *MVI*
- б) *MVO*
- в) *VIMVO*

28. Выкуп доли компании у венчурного инвестора, при котором сторонние управляющие становятся ее владельцами, называется...

- а) *MVI*
- б) *MVO*
- в) *VIMVO*

29. Выкуп доли компании у венчурного инвестора, при котором менеджер-предприниматель или группа внешних управляющих при финансовой поддержке венчурных капиталистов выкупают акции компании и объединяются с членами управляющей команды компании, чтобы вести самостоятельный бизнес, называется...

- а) *MVI*
- б) *MVO*
- в) *VIMVO*

30. При каком варианте выхода венчурного инвестора из проекта разработчики теряют контроль над компанией?

- а) продажа менеджменту
- б) продажа стратегическому инвестору
- в) публичное размещение

Практические задания к разделу 4

Задание 1 «Создание портфеля венчурных инвестиций»

Необходимо создать портфель венчурных инвестиций в соответствии с исходными условиями о субъекте венчурного бизнеса, объеме доступных инвестиций, уровне приемлемого риска в зависимости от выбранного варианта (табл. 10), выполнив следующие задачи:

1. Выбрать и обосновать типы организации венчурного бизнеса для вложения;
2. Выбрать и обосновать перспективные направления венчурной деятельности;
3. Определить каналы поступления венчурных проектов;
4. Определить критерии для отбора венчурных проектов;

5. Сформировать перечень проектов для отбора (не менее 10), дав им краткую характеристику, включая уровень доходности и уровень риска;

6. Сравнить проекты по выбранным критериям в форме таблицы, рассчитав необходимые показатели;

7. Отобрать проекты для осуществления венчурных вложений, учитывая объем инвестиций;

8. Разработать план осуществления венчурного финансирования выбранных проектов (в каком объеме, в каком периоде, при каких условиях, достижениях каких *KPI*);

9. Разработать план выхода из каждого проекта;

10. Определить возможные проблемы при реализации разработанного плана.

Таблица 10 – Условия инвестирования по вариантам

Вариант	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Данные										
Бизнес-ангел (БА)/Фонд посевной (ФП)/ Фонд развития (ФР)	БА	ФП	ФР	БА	ФП	ФР	БА	ФП	ФР	БА
Объем инвестиций, млн руб.	25	58	95	40	120	85	50	110	150	46
Приемлемый уровень риска Высокий (Выс.)/ Средний (Ср.)	Ср.	Выс.	Ср.	Выс.	Выс.	Ср.	Ср.	Выс.	Ср.	Выс.

Задание 2 «Оценка стоимости объекта венчурного инвестирования»

Определите стоимость компании по следующему алгоритму:

1. Изучить исходные данные об объекте (табл. 18-21).

2. Проанализировать идентификационные данные, месторасположение, технико-экономические и финансово-экономические показатели, а также ретроспективный баланс предприятия, который отражает величину собственного капитала объекта (только материальных активов по балансовой стоимости). Сформулировать выводы по каждому пункту на основе анализа.

3. Определить факторы, оказывающие влияние на стоимость объекта, разделив их на группы: факторы национального и регионального уровня, факторы конкретного рынка, производственного уровня. Выявить характер их влияния на стоимость объекта (снижает/ повышает). Результаты представить в форме таблицы 11. Сформулировать выводы.

Таблица 11 – Факторы, влияющие на оценку стоимости объекта

Факторы	Влияние на стоимость объекта
А) Факторы национального и регионального	
...	

...	
Б) факторы конкретного рынка	
...	
...	
В) факторы производственного уровня	
...	
...	

4. Рассчитать стоимость объекта на основе затратного подхода, используя метод чистых активов. Оценка рыночной стоимости объекта данным методом определяется путем вычитания обязательств компании из ее активов. Исходной информацией для такого расчета являются данные бухгалтерского баланса предприятия, откорректированные с учетом влияния рыночных факторов путем введения поправочных коэффициентов, которые определяются экспертным путем, расчетными данными. При этом статьи баланса, объективно отражающие величину соответствующих активов, не корректируются.

Результаты представить в форме таблицы 12.

Данные об активах и пассивах для корректировки статей баланса:

- Стоимость гудвилла, формирующегося за счет базы лояльных клиентов, высокой квалификации персонала, преимущества вхождения в холдинг, и стоимость неучтенных, но используемых компьютерных программ оценивается в 357 000 руб.;

- Ожидается рост цен на приобретенное в последний год оборудование, что увеличивает его рыночную стоимость на 32 000 руб.;

- Невозвратный долг обанкротившегося должника составляет 1 540 000 руб.;

- Задолженность учредителей по их вкладам в уставной капитал составляет 600 000 руб.;

- В ближайшее время планируется проведение реструктуризации долгов предприятия с целью сокращения кредиторской задолженности на 3 898 000 руб.

Таблица 12 – Корректировка статей баланса, руб.

Наименование показателя	Факт	Корректировка	Итог
АКТИВ			
I. Внеоборотные активы			
Нематериальные активы	286 628		
Результаты исследований и разработок	-		
Нематериальные поисковые активы	-		
Материальные поисковые активы	-		
Основные средства	176 980		
Доходные вложения в материальные ценности	-		
Финансовые вложения	-		
Отложенные налоговые активы	-		
Прочие внеоборотные активы	33 905		

Наименование показателя	Факт	Корректировка	Итог
Итого по разделу I	497 513		
II. Оборотные активы			
Запасы	8 901 355		
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	2 307 107		
Дебиторская задолженность	24 375 000		
Финансовые вложения (за исключением денежных эквивалентов)	4 800 000		
Денежные средства и денежные эквиваленты	9 233 027		
Прочие оборотные активы	16 994 973		
Итого по разделу II	66 611 462		
Баланс	67 108 975		
ПАССИВ			
III. Капиталы и резервы			
Уставный капитал (складочный капитал, уставный фонд, вклады товарищей)	15 000 000		
Собственные акции, выкупленные у акционеров	-		
Переоценка внеоборотных активов	-		
Добавочный капитал	-		
Резервный капитал	-		
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	502 369		
Итого по разделу III	15 502 369		
IV. Долгосрочные обязательства			
Долгосрочные заемные средства	-		
Отложенные налоговые обязательства	-		
Оценочные обязательства	-		
Прочие обязательства	-		
Итого по разделу IV	-		
V. Краткосрочные обязательства			
Краткосрочные заемные средства	3 003 811		
Кредиторская задолженность	48 602 794		
Доходы будущих периодов	-		
Оценочные обязательства	-		
Прочие обязательства	-		
Итого по разделу V	51 606 605		
Баланс	67 108 975		
Чистые активы ΣА - ΣП			

5. Определить стоимость объекта на основе сравнительного подхода, как среднеарифметическое результатов, полученных методом прямого сравнения с аналогичным объектом и методом направленных качественных корректировок.

Метод прямого сравнения предусматривает последовательное внесение прямых корректировок (табл. 13), а также корректировок с применением мультипликаторов (табл. 14). Корректировка стоимости с применением мультипликаторов производится с учетом следующих данных:

А. Стоимость/Чистая прибыль P/E (вес 0,7);

Б. Стоимость/Среднесписочная численность P/N (вес 0,3).

Средневзвешенная величина стоимости рассчитывается с учетом установленных весов исходя из степени влияния на рыночную цену. Корректируется стоимость, полученная после внесения прямых корректировок.

Метод направленных качественных корректировок предполагает определение характера воздействия анализируемых показателей на стоимость объекта: повышающий или понижающий стоимость (табл. 15).

Таблица 13 – Метод прямого сравнения с аналогичным объектом (внесение прямых корректировок)

Показатель	Объект оценки	Аналог объекта оценки	Корректировка/ обоснование
Рыночная стоимость	-	1 200 000	
Организационно-правовая форма	ООО	ООО	
Сфера деятельности	инжиниринговое обеспечение; продажа и обслуживание систем кондиционирования	продажа и монтаж климатического оборудования	
Место нахождения	Санкт-Петербург	Санкт-Петербург	
География рынка	16 регионов РФ	1 регион РФ (г. Санкт-Петербург и ЛО)	
Дата оценки	01.02.20XX	31.01.20XX	
Опыт на данном рынке, лет	13	6	
Чистая прибыль в год	1 945 692	2 245 284	Мультипликатор
Среднесписочная численность работников, чел.	165	7	Мультипликатор

Таблица 14 – Метод прямого сравнения с аналогичным объектом (корректировка с использованием мультипликаторов)

Мультипликатор Стоимость/Прибыль - (P/E)	
Скорректированная стоимость с учетом (P/E)	
Скорректированная стоимость с учетом веса (P/E)	
Мультипликатор Стоимость/ССЧ -(P/N)	
Скорректированная стоимость с учетом -(P/N)	
Скорректированная стоимость с учетом веса -(P/N)	
Стоимость объекта, определенная методом прямого сравнения с аналогичным объектом	

Таблица 15 – Метод направленных качественных корректировок

Показатель	Объект оценки	Аналог 1		Аналог 2		Аналог 3	
Организа- ционно- правовая форма	ОО	ОО		АО		ОО	
Сфера дея- тельности	инжинирин- говое обеспе- чение; про- дажа и об- служивание систем кон- диционирова- ния	продажа и монтаж климатиче- ского обо- рудования		Инжинирин- говое обеспе- чение		инжиниринговое обеспечение; продажа и об- служивание си- стем кондицио- нирования	
Место нахождения	Санкт- Петербург	Санкт- Петербург		Москва		Санкт- Петербург	
География рынка	16 регионов РФ	1 регион РФ		20 регионов РФ + Фин- ляндия		2 региона РФ	
Дата оценки	01.02.2018	31.01.2018		31.01.2017		31.01.2018	
Опыт на данном рынке, лет	13	6		10		15	
Чистая прибыль в год	1 945 692	2 245 284		5 370 680		3 240 700	
Среднеспи- сочная чис- ленность работников, чел.	165	7		340		95	
Кол-во повышающих кор- ректировок							
Кол-во понижающих кор- ректировок							
Кол-во действующих по- вышающих корректировок							
Кол-во действующих пони- жающих корректировок							
Характер аналога (верхний/нижний)							
Рыночная стоимость		1 200 000		5 600 000		2 840 000	

6. Определить стоимость объекта доходным способом, используя метод дисконтированных денежных потоков. Полная стоимость в этом случае складывается из чистой приведенной стоимости генерируемых денежных потоков в прогнозный период и временной стоимости компании в пост прогнозный период:

$$FC = \sum \frac{FCF_N}{(1+r)^N} + \frac{FCF_n(1+g)}{(r-g)^n}, \quad (1)$$

- где FC – стоимость объекта оценки;
 FCF – чистый денежный поток;
 r – ставка дисконтирования;
 N – номер периода;
 n – количество прогнозных периодов;
 g – постпрогнозный темп роста компании.

Как правило, оценивают денежный поток при пессимистическом, оптимистическом и реалистическом варианте. В данном практическом задании упростим расчеты- оценим только в одном варианте при стабильных в течение 5 лет условиях (что на практике маловероятно): ставка дисконтирования 30%, уровень риска 5%, прогнозный период 5 лет, шаг расчета – год, постпрогнозный темп роста – 6%. Данные о денежных потоках представлены в таблице 16.

Таблица 16 – Метод дисконтирования денежных потоков

Периоды, год	0	1	2	3	4	5	Итого
Ожидаемые расходы, руб.	275 715 300	275 715 300	275 715 300	275 715 300	275 715 300	275 715 300	
Ожидаемые доходы, руб.	278 147 415	278 147 415	278 147 415	278 147 415	278 147 415	278 147 415	
Ожидаемая прибыль, руб.							
Налог на прибыль, руб.							
Ожидаемая чистая прибыль, руб.							
Коэффициент дисконтирования							
Дисконтированный ЧДП с учетом факторов времени и риска, руб.							
Временная стоимость в постпрогнозный период, руб.							
Полная стоимость объекта, руб.							

7. Определить итоговую стоимость объекта, как среднеарифметическое, средневзвешенное, среднее с учетом весов. Результаты представить в форме

таблицы 17.

Весовые коэффициенты определяются на основании оценки погрешности каждого из методов. Средневзвешенная стоимость при использовании трех методов определяется по формуле:

$$C = \frac{C_{min} + 4\bar{C} + C_{max}}{6}, \quad (2)$$

где C_{min} - наименьшая расчетная величина стоимости, определенная каким-либо методом;

C_{max} - наибольшая расчетная величина стоимости, определенная каким-либо методом;

\bar{C} - средняя расчетная величина стоимости, определенная каким-либо методом.

Таблица 17 – Результаты оценки стоимости объекта

Метод	Результат оценки, руб.	Вес метода
Метод чистых активов		
Метод сравнения с аналогом		
Метод дисконтирования денежных потоков		
Среднее арифметическое		
Среднее с учетом веса		
Средневзвешенное по формуле		

8. Сформулируйте вывод о целесообразности венчурных инвестиций в компанию, опираясь на полученные результаты.

Исходные данные для оценки стоимости объекта

Таблица 18– Идентификация объекта

Оцениваемый объект	Общество с ограниченной ответственностью «МТ-ТЕХНО»
Адрес (местоположение)	190000, Санкт-Петербург, Декабристов ул,6, пом.10-Н
Вид деятельности:	инжиниринговое обеспечение объектов недвижимости; продажа и обслуживание систем кондиционирования
Цель и задачи оценки:	определить рыночную стоимость предприятия для продажи
Срок проведения оценки:	21 день
Предполагаемое использование результатов оценки:	Венчурные инвестиции
Дата составления отчета:	01.02.20XX
Эффективная дата оценки:	01.02.20XX
Субъект имущества:	Иванов И. И.
Балансовая стоимость объекта:	67 108 975 руб.

Таблица 19 – Техничко-экономические данные

Наименование показателя	00	01	02
Выручка, руб.	279 624 016	198 855 835	265 535 270
Себестоимость продаж, руб.	263 058 900	186 759 270	253 274 294
Валовая прибыль, руб.	16 565 116	12 096 565	12 260 977
Чистая прибыль, руб.	4 886 893	1 080 990	1 945 692
Рентабельность продаж	0,059	0,061	0,046
Среднесписочная численность работников за период, чел.	198	174	165
Среднемесячная з/п, руб.	54 970	58 800	65 000
Фонд заработной платы, руб.	10 884 060	10 231 200	10 725 000
Производительность труда	1 412 243	1 142 850	1 609 305
Среднегодовая стоимость основных фондов, руб.	432 560	315 947	483 690
Коэффициент износа ОФ	0,08	0,16	0,32
Фондоотдача	646	629	549
Фондоемкость	0,0015	0,0016	0,0018
Рентабельность активов	0,0750	0,0168	0,0290

Объект имеет на балансе следующие технические объекты: оборудование для диагностики и ремонта; компьютеры, офисная техника.

Помещение и другие объекты предприятие арендует.

Амортизация по техническим объектам начисляется линейным способом.

Таблица 20 – Финансово-экономические показатели объекта

Показатель	Расчетное значение		
	00	01	02
Коэффициент текущей ликвидности (покрытия текущих обязательств, общей ликвидности)	1,10	1,16	0,82
Коэффициент мгновенной (срочной) ликвидности	0,75	0,77	0,65
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,46	0,32	0,27
Коэффициент финансовой автономии	0,39	0,40	0,23
Коэффициент финансовой зависимости (Финансовый рычаг)	0,61	0,60	0,77
Коэффициент соотношения заемных и собственных ресурсов	1,59	1,48	3,33
Коэффициент финансовой устойчивости	0,39	0,40	0,23
Коэффициент обеспеченности собственными средствами	0,38	0,40	0,23
Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств	10 703 048	10 730 463	6 103 501
Излишек (+) или недостаток (-) собственных оборотных средств и долгосрочных заемных источников	10 703 048	10 730 463	6 103 501
Величина основных источников средств для формирования запасов и затрат	50 705 048	49 215 463	57 710 107
Коэффициент оборачиваемости активов	4,29	3,08	3,96

Показатель	Расчетное значение		
	00	01	02
Коэффициент оборачиваемости оборотных активов	4,32	3,10	3,99
Коэффициент оборачиваемости запасов	19,92	13,31	29,83
Коэффициент оборачиваемости кредиторской задолженности	6,99	5,17	5,46
Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности	13,59	10,16	10,89
Коэффициент оборачиваемости собственного капитала	11,10	7,65	17,13
Рентабельность активов	0,07	0,02	0,03
Рентабельность собственного капитала	0,19	0,04	0,13
Рентабельность продаж	0,06	0,06	0,05
Показатель вероятности банкротства - модель Э. Альтмана,	-1,22	-1,29	-0,82
Коэффициент У. Бивера	0,12	0,03	0,04

Таблица 21 – Ретроспективный баланс

Наименование показателя	31.12.00	31.12.01	31.12.02
АКТИВ			
I. Внеоборотные активы			
Основные средства	153 400	95 000	176 980
Прочие внеоборотные активы	47 000	35 040	33 905
Итого по разделу I	200 400	130 040	210 885
II. Оборотные активы			
Запасы	14 037 533	14 944 280	8 901 355
Денежные средства и денежные эквиваленты	14 214 701	7 572 581	9 233 027
Прочие оборотные активы	8 092 000	13 849 000	16 994 973
Итого по разделу II	36 344 234	36 365 861	35 129 355
Баланс	36 544 634	36 495 901	35 340 240

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящем учебном пособии представлены основные положения дисциплины «Управление венчурным бизнесом», которые сопровождаются примерами из практики и дополнительными пояснениями, а также комплексом практических заданий для закрепления и самостоятельного освоения компетенций в виде контрольных вопросов, тестов, задач, кейсов, аналитических и проектных заданий.

В результате изучения материала и выполнения практических заданий обучающийся получает системное представление об осуществлении венчурной деятельности в виде теоретических знаний и прикладных навыков, позволяющих принимать решения, связанные как с привлечением венчурного капитала в проект, так и с формированием и управлением портфелем венчурных инвестиций.

Основные выводы по рассмотренным вопросам:

- Венчурный бизнес связан с высокотехнологичными рискованными проектами;

- Венчурный бизнес, как эффективный инструмент инвестирования в инновационные предприятия, появился в США во второй половине 19 века, в РФ - в начале 90х годов. Рынок венчурных инвестиций имеет циклический характер развития и, как правило, формируется под воздействием активных мер стимулирования со стороны государства в виде прямого инвестирования, создания венчурных фондов, предоставления гарантий в рамках национальных и международных программ;

- Венчурный предпринимательство в масштабах экономики направлено на снижение рисков инновационной деятельности, повышение процента коммерциализации инноваций, стимулирование научно-технического прогресса и развития прорывных технологий в актуальных сферах;

- Венчурное финансирование имеет как ряд преимуществ перед другими видами, так и недостатков;

- Инфраструктура венчурного бизнеса включает субъекты (венчурные фонды, компании, частные лица), объекты (бизнес-идеи и инновационные продукты, небольшие инновационные компании или инновационные проекты крупных компаний массового производства), а также другие элементы экосистемы (Университетские лаборатории, НИИ, ассоциации, бизнес-инкубаторы, акселераторы и др.)

- Как правило, венчурный капиталист вкладывает в проект не только финансовые средства, но и опыт и деловые связи;

- Бизнес-ангелом называют частное лицо, готовое инвестировать личный накопленный капитал в перспективные проекты на начальном этапе их развития.

- В структуру венчурного фонда входит организатор, управляющий орган и инвесторы, которые по результатам деятельности фонда получают 75-80% инвестиционной прибыли.

- Фонды разделяются по источнику капитала, направлению инвестиций,

отраслевой специализации, размеру, инвестиционным стадиям и другим признакам;

- Рынок инновационных идей активно развивается, что подтверждает деятельность так называемых «патентных троллей», специализирующихся на приобретении прав на инновационные решения;

- В процессе развития инновационные компании претерпевают пять основных стадий развития: идея (прототип), стартап, рост, расширение, зрелость;

- Стартапом называют как саму инновационную компанию, которая находится на ранней стадии своего развития в поиске подходящей бизнес-модели в условиях неопределенности, так и период поиска;

- Венчурное финансирование в общем виде относится к внешнему доле-вому внебюджетному финансированию;

- Различают несколько видов венчурного финансирования в зависимости от цели его использования и стадий объекта инвестирования;

- Венчурное финансирование может осуществляться не только в форме приобретения доли в компании, но и в других формах (акции, мезонинное финансирование, венчурная аренда, лизинг и др.);

- Процедура взаимодействия с венчурными фондами имеет ряд стандартных процедур, такие как проверка фактов, заявленных в презентации (*Due diligence*), согласование положений будущего акционерного договора (*Term sheet*);

- Одним из источников финансирования инновационных проектов может быть краудинвестинг - подвид краудфандинга;

- Венчурные проекты обладают характеристиками и признаками инвестиционных и инновационных проектов, а также имеют свои особенности;

- Технология управления венчурными проектами включает следующие основные этапы: формирование венчурного капитала, выбор каналов поиска, разработка методики отбора проектов, структурирование сделки, финансирование и сопровождение сделки, реализация стратегии выхода из проекта;

- Методика оценки и отбора проектов индивидуальна для каждого субъекта, но, как правило, включает анализ продукта, рынка, команды, стратегии, финансовой модели, а также оценку стоимости и возможностей выхода из проекта.

Рассмотренные в данном учебном издании вопросы являются основными по дисциплине, но не исчерпывающими. Более глубокое изучение венчурного бизнеса предполагает детальное рассмотрение этапов и инструментария технологии управления венчурными проектами, в том числе методы управления рисками. Также рекомендуется изучить юридические вопросы переговоров и заключения венчурных сделок, основы технического анализа рынка ценных бумаг и опыт классических и современных инвесторов, который широко представлен в публицистических изданиях.

Надеюсь, что венчурный бизнес стал немного понятнее и ближе читателю, и дальнейшее знакомство с этим научным направлением только начинается!

СПИСОК РЕКОМЕНДУЕМОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

1. Corporate venturing: Creating new business within the firm / Zenas Block, Ian C. MacMillan. - Boston (Mass.): Harvard business school press, Cop.,1993. - 371 p.
2. Feld B., Mendelson J. Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist.-New Jersey: Wiley & Sons, Inc. Hoboken, 2016.- 271p.
Фелд Б., Мендельсон Дж. Привлечение инвестиций в стартап. Как договориться с инвестором об условиях финансирования// в переводе Филина С.А под ред. Кренивой А.- М: Манн, Иванов и Фербер, 2013.- 288с.
3. Kahneman D. Thinking, fast and slow. - New York: Farrar Straus and Giroux, New York Brockman, Inc., 2011.- 459 p.
4. Kiyosaki R.T. Guide to investing: What the invests in, that's the poor and middle class do not. - USA: Plata Publishing, LLC, 2012.- 467p.
Канеман Д. Думай медленно, решай быстро. - М: АСТ, 2019.- 653 с.
5. Rose D.S. Angel Investing: The Gust Guide to Making Money and Having Fun Investing in Startups.- New Jersey: Wiley & Sons, Inc. Hoboken, 2014.- 337p.
6. Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями. М: Альпина Бизнес Букс, 2009.- 268 с.
7. Бернштейн У. Манифест инвестора: готовимся к потрясениям, процветанию и всему остальному - М: Альпина Паблишер, 2014.- 230с.
8. Грайвер Л. Основные вопросы венчурного финансирования с комментариями. – USA, Los Angeles, Venture Law Press, 2010. – 109с.
9. Грэм Б. Разумный инвестор: Полное руководство по стоимостному инвестированию. - М: Альпина Паблишер, 2020.- 568с.
10. Каширин А. И., Семенов А. С. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование.- М: Издательский дом «Дело», РАНХиГС, 2014.- 261с.
11. Клейсон Дж. С. Самый богатый человек Вавилона. - Минск: Попурри, 2018 -160с.
12. Миллер Дж. Правила инвестирования Уоррена Баффетта - М: Альпина Паблишер, 2018.- 374с.
13. Рогова Е.М., Ткаченко Е.А., Фаяксель Э.А. Венчурный менеджмент.-М: ВШЭ, 2011.- 440с.
14. Швагер Дж. Д. Технический анализ. - М: Альпина Паблишер, 2018.- 804с.
15. Аналитические сборники РАВИ. - Иркутск: РАВИ, 2004 - 2020.
16. Белая книга. Рекомендации по функционированию российский посевных фондов с государственным участием. - Иркутск: РАВИ, 2014.- 40с.
17. Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям. - Иркутск: РАВИ, 2010.- 104с.
18. Пакет типовых документов для структурирования сделок ранней стадии. - М: АО «РВК», 2012.- 142с.
19. Развитие новых подходов к управлению компаниями, получившими венчурные инвестиции. - Иркутск: РАВИ, 2012.- 24с.

Лебедева Анна Сергеевна
Будрина Елена Викторовна
Рогавичене Лариса Ивановна

Управление венчурным бизнесом

Учебное пособие

В авторской редакции

Редакционно-издательский отдел Университета ИТМО

Зав. РИО

Н.Ф. Гусарова

Подписано к печати

Заказ №

Тираж

Отпечатано на ризографе

Редакционно-издательский отдел
Университета ИТМО
197101, Санкт-Петербург, Кронверкский пр., 49, литер А