

61:01-8/1458-8

ВОРОНЕЖСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ТЕХНИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

На правах рукописи

АКСЕНОВ ВЛАДИМИР ЛЕОНИДОВИЧ

ОРГАНИЗАЦИЯ ВЕНЧУРНОГО
ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Специальность 08.00.05

Экономика и управление народным хозяйством

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук



Научный руководитель
доктор экономических наук,
профессор Ю.П. Анисимов

Воронеж 2000

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	3
1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	9
1.1. Содержание и задачи венчурного бизнеса в инновационной сфере	9
1.2. Принципы и особенности организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий	25
1.3. Исследование современного состояния организации венчурного предпринимательства и перспектив его развития в России	42
2. МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОЛОЖЕНИЯ ПО ОРГАНИЗАЦИИ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ	58
2.1. Порядок создания венчурных фондов	58
2.2. Организация процесса венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий	76
2.3. Методические положения по организации возврата венчурного капитала	93
3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ И ОРГАНИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОГРАНИЧЕНИЮ РИСКОВ ПРИ ВЕНЧУРНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ	110
3.1. Оценка привлекательности финансирования инновационного проекта для венчурного инвестора	110
3.2. Способы ограничения рисков при организации венчурного финансирования	132
3.3. Определение результативности венчурной деятельности	150
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	167
ЛИТЕРАТУРА	173
ПРИЛОЖЕНИЯ	185

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. Рост производства и индустриальное развитие страны главным образом зависят от успешных инноваций, означающих эффективность коммерциализации результатов исследований и разработок.

Практика поиска наиболее эффективных форм и механизмов деятельности коллективов разработчиков новой техники показывает, что максимальная эффективность НИОКР достигается не в крупных учреждениях, а малых целевых творческих коллективах. Чем больше предприятие, тем существеннее проявляются тенденции к стагнации функциональной структуры как производственных, так и научных подразделений, а также к бюрократизации.

Основное условие рыночного успеха малых фирм в области высоких технологий – это быстрота их развития. Внедрение новой технологии связано с высокими начальными издержками, которые по мере роста продаж падают, в то время как потребителям становится выгоднее пользоваться данной технологией, по сравнению с ее конкурентами. Таким образом, малые высокотехнологичные фирмы, получившие мощный «толчок» на ранней стадии могут захватить наибольшую долю рынка.

Доступ технологических компаний к финансовым ресурсам в этом случае становится ключевым фактором в инновационном процессе. Очевидно, что вновь созданные малые высокотехнологичные фирмы не смогут достичь успеха в конкурентной борьбе используя в качестве источника средств нераспределенную прибыль. Банковские кредиты также не могут рассматриваться как основной источник инвестиции в стартовые малые фирмы, так как эти инвестиции связаны с высоким риском, а новые фирмы часто не имеют кредитной истории и не могут обеспечить залог.

Венчурный капитал является, по мнению диссертанта, тем источником средств, который позволит преодолеть препятствия на пути развития малых

высокотехнологичных фирм и внедрения инноваций на развивающихся предприятиях.

Вопросами исследования венчурного предпринимательства в инновационной сфере занимались следующие зарубежные ученые: Д. Гарнер, Р. Оуэн, Р. Конвей, Д. Броффи, А. Соломон, В. Хорсман, Д.Ф. Музыка, Р. Хизрич, М. Питерс, Р. Дамари, В. Стивенс, Б. Бишоп, Д. Зингер, Д. Уолл, Д. Смит, К. Шерлинг, Р. Старманс, Д.В. Хайнинг, Т. Нагтегаал, В. Герке, В. Хаарман.

В России проблема венчурного финансирования инноваций звучала лишь с переходом к рыночной экономике, в конце 80-х годов. Seriously подходить к этому вопросу российские ученые стали с появлением венчурных фондов, финансируемых Европейским банком реконструкции и развития. Исследованию особенностей инновационной деятельности и венчурного предпринимательства посвятили свои работы П. Гулькин, А.В. Власов, А.А. Петруненок, М. Бунчук, Ю.П. Анисимов, В.А. Фирсов, Т.С. Зубарева, О.В. Мотовилов, Л.А. Щербакова, Ю.В. Яновец, К.А. Вартаньян, С.Н. Савельев, В.О. Соколов, А.А. Ямович, А.М. Балабан, М.А. Балабан, С.В. Валдайцев, Н.М. Фонштейн и др.

В трудах российских ученых основанных, как правило, на зарубежном опыте, рассматривается схематика процесса венчурного финансирования, организационные формы существования венчурного капитала, возможности использования венчурного капитала для финансирования инноваций в российских условиях и перспективы его развития. Вопросам организации процесса венчурного финансирования инновационных проектов не уделяется достаточного внимания. Актуальность настоящего исследования состоит в том, что эта работа призвана устранить пробелы и помочь отечественным венчурным предпринимателям освоить это эффективное направление в финансировании инноваций.

Диссертация выполнена в соответствии с одним из основных направлений научных исследований Воронежского государственного

технического университета «Совершенствование организационно-экономического механизма функционирования предприятий в переходный период».

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является развитие теоретических основ организации и оценки привлекательности венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий, а также разработка методических рекомендаций и практических предложений для их использования российскими венчурными фондами.

Для достижения поставленной цели были поставлены и решены следующие задачи:

уточнить содержание и задачи венчурного предпринимательства в инновационной сфере;

установить принципы организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий;

определить порядок создания венчурных фондов;

разработать методические положения по организации процесса венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий;

создать методику отбора инновационных проектов для венчурного финансирования;

разработать рекомендации по организации деятельности по ограничению рисков при венчурном финансировании.

Объект и предмет исследования. Объектом диссертационного исследования являются венчурные фонды в России и, прежде всего Центральном Черноземье, занимающиеся финансированием инновационной деятельности предприятий. В качестве предмета исследования выступает организация венчурного предпринимательства в России, Северной Америке, Западной и Восточной Европе.

Теоретическая и методологическая основа исследования. Теоретической и методологической базой диссертационной работы явились труды европейских, американских и российских ученых, работающих в области

венчурного и инновационного предпринимательства, материалы и рекомендации научно-практических конференций и семинаров, федеральное и региональное законодательство о венчурной деятельности. В процессе работы применялись приемы системного исследования, абстрактно-логического, сравнительного и экономического анализа. В качестве инструментов исследования использовались метод экспертных оценок, математического моделирования, выбора приоритетов. Анализ особенностей венчурного финансирования осуществлялся на основе данных отечественного и зарубежного опыта венчурного предпринимательства.

Научная новизна диссертационной работы заключается в следующем:

уточнены содержание и задачи венчурного предпринимательства в инновационной сфере, отличающиеся комплексностью подхода к этим понятиям и учитывающие практическую деятельность российских и зарубежных венчурных фондов;

установлены принципы организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий и произведена их классификация, отсутствующая в работах по данной теме и основанная на североамериканской, западноевропейской и российском опыте венчурной деятельности;

разработаны методические рекомендации по созданию венчурных фондов, особенность которых состоит в адаптации опыта западноевропейских стран к российским условиям;

сформулированы направления по организации возврата венчурного капитала, которые должны помочь венчурным российским предпринимателям выбрать правильный путь при осуществлении возврата средств из профинансированных предприятий и увеличить результативность венчурного инвестирования;

предложены методики по организации отбора проектов, инвестирования и пост-инвестиционного менеджмента, отличительной чертой которых является комплексный подход к рассмотрению организации этих процессов;

создана методика по оценке привлекательности инновационных проектов для венчурного финансирования применительно к российским условиям, отличающаяся от известных положений учетом специфики финансирования вновь организуемых предприятий;

разработан порядок организации деятельности по ограничению рисков на различных этапах венчурного финансирования, спецификой которого является комплексность решения проблемы возможной потери инвестированных средств.

Практическая значимость работы. Результаты диссертационного исследования могут быть использованы менеджерами российских венчурных фондов, венчурными компаниями и инновационно активными предприятиями при организации деятельности по рисковому финансированию инновационных проектов. Практическое значение имеют научные и прикладные разработки, в которых содержатся: методика определения привлекательности инновационного проекта для венчурного инвестора, позволяющая венчурному капиталисту принять решение о целесообразности его финансирования; рекомендации по организации страхования венчурного капитала, которые могут использоваться для уменьшения рисков при венчурном инвестировании; методика по определению результативности венчурной деятельности; порядок создания венчурных фондов и организация процесса венчурного инвестирования инновационных проектов и возврата рискового капитала. Внедрение разработанных автором рекомендаций и методических положений поможет российским венчурным предпринимателям в организации процесса венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий и уменьшит риски инвестирования.

Апробация и реализация результатов исследования. Методические рекомендации по определению результативности венчурной деятельности, организация деятельности по ограничению рисков при венчурном финансировании и методика по оценке привлекательности финансирования инновационных проектов реализованы в региональном венчурном фонде

«РАБО-Черноземье» и ООО Инвестиционная компания «Актив», что подтверждается соответствующими актами о внедрении. Основные положения диссертации докладывались автором на региональном научно-практическом семинаре «Создание и оценка объектов интеллектуальной собственности с применением функционально-стоимостного анализа наукоемких предприятий» (1999), Всероссийской конференции «Управление ресурсными потоками на основе принципов логистики» (2000) и научных конференциях и семинарах в Воронежском государственном техническом университете (1998-2000).

На защиту выносятся следующие положения:

содержание и задачи российского венчурного бизнеса в инновационной сфере;

принципы организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий;

порядок организации венчурных фондов;

методические рекомендации по организации процесса венчурного финансирования инноваций и возврата рискованного капитала;

оценка привлекательности инновационного проекта для венчурного финансирования;

организация деятельности по ограничению рисков при венчурном финансировании инноваций.

Публикации. По теме диссертации опубликованы 6 научных работ в сборниках научных трудов, методических указаниях по курсу «Инновационный менеджмент», материалов конференций и научно-практических семинаров.

1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОРГАНИЗАЦИИ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

1.1. Содержание и задачи венчурного бизнеса в инновационной сфере

Венчурный бизнес сравнительно новое понятие для российской экономической практики. Термины «венчурный капитал», «венчурный бизнес», «венчурный капиталист» пришли к нам из-за рубежа. Впервые же, как отмечает П. Гулькин, термин «венчурный капитал» употребил американский предприниматель А. Рок, принимавший участие в создании первых венчурных проектов, которые в дальнейшем превратились в гигантов компьютерной индустрии Intel и Apple Computer /25/.

Изучением различных аспектов венчурного предпринимательства в инновационной сфере занимались следующие североамериканские ученые: Д. Гарнер, Р. Оуэн, Р. Конвей, Д. Броффи, А. Соломон, В. Хорсман, Д.Ф. Музыка, Р. Хизрич, М. Питерс, Р. Дамари. Американские предприниматели А. Рок, Т. Перкинс, Ф. Джонсон, Ю. Клейнер, Ш. Фэрчайлд, Т. Дэвис, Ф. Адлер, Б. Дреппер – стояли у истоков современного венчурного бизнеса.

В Европе венчурный бизнес появился позднее, чем в Северной Америке. Наибольшее развитие он получил в Великобритании. Автору известны следующие европейские ученые, внесшие свой вклад в исследование особенностей венчурного предпринимательства в инновационной сфере: В. Стивенс, Б. Бишоп, Д. Зингер, Д. Уолл, Д. Смит, К. Шерлинг – в Великобритании, Р. Старманс, Д.В. Хайнинг, Т. Нагтегаал – в Нидерландах, В. Герке, В. Хаарман – в Германии.

В странах Азии финансирование инноваций с помощью венчурного капитала еще не достаточно используется. Однако, по мнению автора, намечаются тенденции его развития. Можно отметить следующих ученых, занимающихся изучением особенностей венчурного предпринимательства: М. Ясуи в Японии и С. Г. Ким - в Корее.

В России проблема венчурного финансирования инноваций зазвучала лишь с переходом к рыночной экономике, в конце 80-х годов. Seriously исследовать этот вопрос российские ученые стали с появлением венчурных фондов, организованных при содействии Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР). Изучению особенностей венчурного предпринимательства в инновационной сфере посвятили свои работы П. Гулькин, А.В. Власов, А.А. Петруненок, Ю.П. Анисимов, М. Бунчук, В.А. Фирсов, Т.С. Зубарева, О.В. Мотовилов, Л.А. Щербакова, Ю.В. Яновец, К.А. Вартаньян, С.Н. Савельев, В.О. Соколов, А.А. Ямович, А.М. Балабан, М.А. Балабан, С.В. Валдайцев, Н.М. Фонштейн, М.А. Гусаков, Е.Ф. Денисов, А.М. Яновский и др.

Большинство работ российских ученых являются, по мнению автора, описательными. В них, как правило, на основе зарубежного опыта, рассматриваются исторические аспекты становления и развития венчурного бизнеса, общая схематика процесса финансирования, организационные формы существования венчурного капитала, возможности использования венчурного капитала для финансирования инноваций в российских условиях и перспективы его развития. Примером этому могут служить статьи М. Бунчука, Н. Фроловой, В. Качалина, А.М. Яновского, В.А. Фирсова, К.А. Вартаньяна и др., учебные пособия, которые уже начались издаваться по данной проблеме О.В. Мотовиловым, Т.С. Зубаревой, М.А. Гусаковым, Е.Ф. Денисовым, Л.И. Щербаковой. Вопросам организации процесса венчурного финансирования инновационных проектов не уделяется достаточного внимания. По-видимому, это можно объяснить малым опытом практической деятельности венчурных фондов в России, осуществляющих свои инвестиции в отечественные предприятия.

П. Гулькин является одним из первых отечественных исследователей, который рассмотрел западноевропейский опыт венчурного предпринимательства и попытался описать процесс организации венчурного финансирования в своей работе «Венчурное финансирование в России» /25/. Практические аспекты организации и ведения венчурного бизнеса им рассмотрены, на наш взгляд, не достаточно подробно.

Мало внимания уделяется практическим разработкам по осуществлению различных этапов венчурного финансирования для реализации в российских венчурных фондах. Для отечественных специалистов этот способ финансирования инновационной деятельности предприятий является новым и, следовательно, необходимо углубленное их информирование относительно организации и практической реализации процесса венчурного финансирования инноваций.

С.В. Валдайцев является один из немногих отечественных авторов, кто уделит внимание практической составляющей венчурного финансирования. Он рассмотрел некоторые методы по оценке инновационных проектов, выделяя их преимущества и недостатки при их использовании венчурными капиталистами. Им исследована только часть процесса «тщательного изучения» - оценка финансового плана по реализации инновационных проектов /21/.

Некоторые методические рекомендации по оценке коммерческого потенциала инновационных проектов были предложены в работах А.А. Петруненкова /87/.

Терминологический аппарат проработан, по нашему мнению, не в полной мере. Так, некоторые авторы идентифицируют венчурный капитал с венчурным финансированием, что, на наш взгляд, не корректно. Примером этому может служить определение «венчурного капитала», которое дает П. Гулькин: это «форма финансирования, при которой инвестор, вкладывающий средства в компанию, не гарантирован от возможной потери залогом или залогом» /25, с.271/. А. Бочкарев определяет венчурный капитал как «инвестиции, которые вкладываются в акции венчурных предприятий, еще не котирующихся на биржах, на всех этапах развития этих предприятий, вплоть до этапа, когда венчурный капитал заменяется на фондовый» /9/.

Поэтому необходимо дать уточненное понятие «венчурного капитала», «венчурного финансирования» и «венчурного бизнеса», разработать методические рекомендации по организации венчурного предпринимательства и методики по организации деятельности по ограничению рисков, отбору проектов и определению результативности венчурной деятельности.

Следует сделать упор на том факте, что венчурный бизнес неразрывно связан с инновационной деятельностью. Венчурный капитал в его современной форме появился, по мнению многих российских и зарубежных ученых, именно для финансирования инноваций /табл. 1.1/.

По мнению автора, инновационные проекты, связанные с высоким риском, имеют максимальные шансы на успех, если они выполняются в малых технологических фирмах. Венчурные капиталисты желают и в состоянии инвестировать такие высокорисковые проекты, используя свои финансовые инструменты, так как только высокие технологии в настоящий момент способны принести сверхприбыли, на которые настроены венчурные капиталисты. А для вновь создаваемого предприятия без какой бы то ни было кредитной истории, других источников капитала, кроме венчурного, на наш взгляд, не найти. Следовательно, для венчурных капиталистов необходимы высокотехнологичные проекты, а для реализации этих проектов необходим венчурный капитал. То есть венчурный капитал и инновации неразрывно связаны друг с другом.

Одним из основных терминов венчурного бизнеса является «венчурный капитал». На основе анализа отечественных и зарубежных литературных источников автор выделил ряд черт, присущих венчурному капиталу, показанные в приложении 1. Их анализ позволил нам определить «венчурный капитал» как управляемый специализированными фирмами высокорисковый долевой (акционерный) капитал, предоставляемый предприятиям с перспективами большого роста, как правило, связанным с инновациями.

Трактовка понятия «венчурный бизнес» у отечественных авторов сильно дифференцируется. Это, по-видимому, обусловлено отсутствием отечественной практики венчурного предпринимательства и, в принципе, малым сроком его существования в России. Следствием этого является то, что представление о венчурном бизнесе у большинства из них складывается на основе зарубежного опыта, который зачастую не применим к отечественным условиям. Одни авторы делают упор на одни стороны венчурного

предпринимательства, вторые на другие /2, 8, 9, 17, 22/. Целостного же определения венчурного предпринимательства автору не встретилось.

Таблица 1.1

Определение учеными связи между венчурным бизнесом и инновациями

Автор	Определение связи между венчурным бизнесом и инновациями
Т.С. Зубарева	«... целевое назначение венчурного капитала – долгосрочное инвестирование как мелких инновационных фирм в областях передовых технологий, так и существующих предприятий» /48/
Н. Фролова	Цели и механизм деятельности венчурных фондов «обусловлены необходимостью финансирования характерных для эпохи научно-технической революции мелких инновационных фирм в областях передовых технологий» /122/
П. Гулькин	«... бурный рост новых отраслей, таких как персональные компьютеры и биотехнология, оказался возможным в основном при участии венчурных инвестиций» /25, с.15/
В. Стивенс	Венчурный капитал «сделал возможным быстрый рост таких новых отраслей промышленности, как производство персональных компьютеров и биотехнологии» /25, с.96/
Т. Перкинс	«... нами двигало желание создавать успешные компании, находящиеся на острие удара, развивающие изумительные новые технологии, которым предстояло перевернуть мир» /25, с.15/
К. Мэзон	«... венчурный капитал является критическим фактором в инновационном процессе» /25, с.62/
М. Бунчук	«... венчурный капитал является наиболее адекватным источником финансирования для малых инновационных фирм» /14/

Первыми шагами признания венчурного предпринимательства необходимой частью процесса коммерциализации новых технологий, является, на наш взгляд, создание проекта федерального закона о венчурной

деятельности. Под венчурной деятельностью в нем понимается «деятельность по коммерческой реализации инноваций, осуществляемая венчурными компаниями и фондами» /92/.

По нашему мнению, можно дать следующее определение «венчурного бизнеса» - это предпринимательская деятельность, направленная на получение высокого дохода и связанную с прямым финансированием инновационных проектов с высокой степенью риска потери инвестированных средств.

Следующим этапом этого исследования является определение цели венчурного бизнеса и его задач. По мнению Л.И. Щербаковой, цель рискованных капиталистов состоит в «выращивании» подопечной фирмы до стадии, когда она станет пользоваться достаточной известностью, чтобы можно было либо выгодно продать ее крупной корпорации, либо выпустить и реализовать на фондовой бирже ее акции. Превышение рыночной стоимости своих акций над вложенным капиталом и представляет, на ее взгляд, главный объект интереса рискованных капиталистов, их учредительскую прибыль /129/.

В. Стивенс целью венчурного капитала называет получение высокого дохода от инвестиций, отбор и поддержку компаний для превращения их в предприятия «мирового класса» /25/.

Автор считает, что целью венчурного бизнеса, как и любой другой предпринимательской деятельности, является получение прибыли, значительно превышающей проценты по банковским депозитам, с использованием прямого финансирования инновационных проектов.

Для достижения этой цели венчурному капиталисту необходимо решить ряд задач. В. Стивенс, Генеральный секретарь Европейской ассоциации венчурного капитала, в качестве основных задач европейской индустрии венчурного капитала «для ... создания реальных возможностей роста, инноваций и занятости» /25, с.98/, видит следующие:

1. Стимулирование динамичного предпринимательства и соответствующего управления.
2. Обеспечение малых и развивающихся предприятий конкурентным рынком акций.

3. Развитие и ориентирование источников долговременных капиталовложений на венчурный капитал.
4. Льготное налогообложение прямых инвестиций.
5. Создание эффективных структур инвестиционных фондов на местных, национальных и международных уровнях.
6. Облегчить процесс перехода предприятия к новому владельцу.
7. Стимулировать инвестирование в новые и инновационные предприятия.
8. Развитие рынков в странах, где используется венчурный капитал и развитие «предпринимательской культуры», в частности.

Задачи, стоящие перед венчурным бизнесом, определяются экономическим, научно-техническим и культурным положением конкретной страны. По нашему мнению перед российским венчурным капиталом стоят следующие задачи:

1. Повышение эффективности процесса коммерциализации технологий, т.е. преодоление барьера между разработкой новшеств и их внедрением.
2. Поддержка и стимулирование развития передовых отраслей промышленности, таких как, биотехнология, информационные технологии и пр.
3. Стимулирование развития малого инновационного предпринимательства и, как следствие, создания новых рабочих мест и развития отечественной промышленности.
4. Повышение «предпринимательской культуры» отечественных бизнесменов.

Определив цель и задачи венчурного предпринимательства в России, рассмотрим внутреннее содержание венчурного бизнеса.

Содержанием венчурного бизнеса, по мнению автора, является единство всех составных элементов венчурного бизнеса, его свойств, внутренних процессов, связей, противоречий и тенденций. Оно выражается в том, что венчурное предпринимательство – это деятельность по финансированию инновационных проектов, помощи предпринимателям в управлении

предприятием и возврату вложенного капитала, которая предполагает комплекс научных, организационных, финансовых и коммерческих мероприятий, приводящих в совокупности к доведению инновации до серийного производства и получению венчурным капиталистом прибыли.

Для того, чтобы раскрыть содержание венчурного бизнеса необходимо выявить взаимосвязи между субъектами венчурного бизнеса и постараться увязать в единый комплекс весь процесс венчурного финансирования.

Существуют следующие основные субъекты венчурного бизнеса:

- инвесторы венчурного капитала – юридические и физические лица, предоставляющие финансовые средства для рискованных вложений в компании;
- венчурная компания (компания венчурного капитала) – компания, управляющая средствами, полученными от инвесторов и размещающая их по различным проектам;
- венчур или реципиент рискованного капитала – компания, финансируемая венчурным капиталом.

Схема взаимодействия субъектов венчурного бизнеса представлена на рис. 1.1.

Рынок венчурного капитала следует, на наш взгляд, разделить на формальный (институциональный) и неформальный секторы. Институциональный сектор тогда будет представлен, в основном, фондами венчурного капитала, а неформальный – индивидуальными инвесторами.

Венчурные капиталисты являются посредниками между инвесторами и реципиентами рискованного капитала. Деятельность венчурных капиталистов заключается в фондировании средств, полученных от инвесторов и размещение их по различным проектам. В качестве институциональных инвесторов рискованного капитала, обычно, выступают пенсионные фонды, страховые компании, крупные банки и финансовые институты, корпорации и государственные структуры.

Организационные структуры венчурного капитала довольно разнообразны. Автором предлагается следующая классификация организационных форм существования венчурного капитала:

1. Фонды (открытые и закрытые) венчурного капитала;
2. Венчурные фонды корпораций;
3. Государственные венчурные фонды;
4. Филиалы крупных финансово-кредитных учреждений.

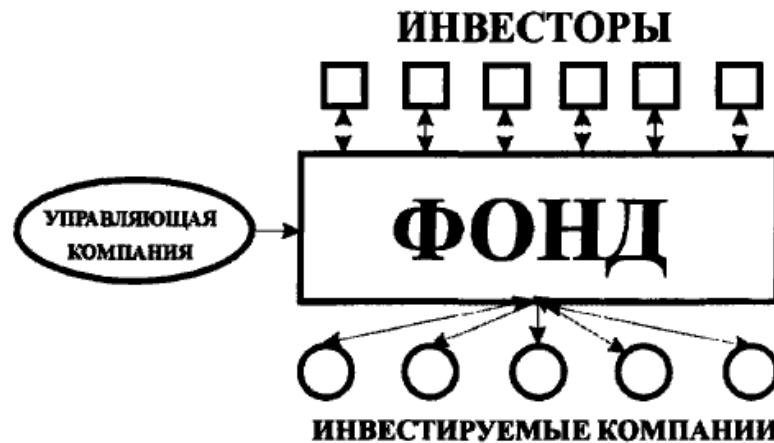


Рис. 1.1. Схема взаимодействия субъектов венчурного бизнеса

Основной, по распространённости, организационной формой венчурного капитала большинство авторов называют независимые фонды, которые привлекают капитал из различных финансовых институтов /22, 122, 34, 13/.

Неформальный рынок венчурного капитала состоит из индивидуальных инвесторов, напрямую инвестирующих свои личные финансовые ресурсы в новые и растущие малые фирмы, акции которых не котируются на бирже. Их принято называть «неформальными инвесторами», или «бизнес-ангелами» /12, 22, 9/.

Бизнес-ангелами являются, как правило, профессионалы в области делового администрирования или инженерных и естественнонаучных дисциплин. У подавляющего большинства из зарубежных частных инвесторов имеется большой опыт работы в бизнесе: одни являются удачливыми

предпринимателями, другие – высокооплачиваемыми специалистами в области бизнеса или занимают руководящие должности в крупных компаниях.

Бизнес-ангелы обычно инвестируют в рисковые проекты лишь незначительную часть своего состояния. Поэтому неудача для них не является катастрофой и существенно не влияет на их финансовое положение /12/. Бизнес-ангелы, очевидно, заинтересованы в приросте капитала. А такие некоммерческие соображения как моральное удовлетворение от успешных сделок или альтруизм, являются, как отмечают многие ученые, важными второстепенными факторами их активной инвестиционной деятельности /22/.

Бизнес-ангелы, предоставив компании инвестиции, зачастую не требуют выплаты процентов или дивидендов в течение всего инвестиционного периода. Что касается стратегий выхода из компании, практикуемых бизнес-ангелами, то в отличие от институционального венчурного капитала, на примере США, бизнес-ангелы, как правило, продают его самим владельцам компании в заранее оговоренный срок /12/.

Оценка совокупных объемов инвестиций неформального рынка венчурного капитала за рубежом позволяет сделать вывод о том, что неформальный венчурный капитал представляет собой крупнейший источник рискового финансирования для новых и растущих малых и средних предприятий.

Экономическая ценность неформального рынка венчурного капитала, по нашему мнению, заключается в следующем.

1. Неформальный венчурный капитал в гораздо большей мере, чем институциональные венчурные фонды, финансирует малые предприятия на ранних стадиях их развития. Венчурным капиталистам из формального сектора вследствие дороговизны оценки проектов приходится инвестировать гораздо большие объемы капитала и они вынуждены предъявлять более высокие требования к кандидатам на получение инвестиций и увеличивать минимальный размер инвестиции. Инновационным фирмам на начальном этапе их развития не требуются большие суммы, поэтому единственным вариантом для них остаются средства бизнес-ангелов.

2. Решение о производстве инвестиций бизнес-ангелы принимают в течение гораздо меньшего периода времени по сравнению с институциональными венчурными фондами, что делает процесс финансирования инновационных проектов более динамичным. Причиной этого является, по нашему мнению, значительный опыт оценки инвестиционных проектов у бизнес-ангелов и то, что они распоряжаются собственным, а не привлеченным капиталом.

3. Бизнес-ангелы в большей мере, чем венчурные капиталисты из институционального сектора, осуществляют комплексную поддержку по развитию управления, маркетинговой стратегии, установлению контактов, бизнес-планированию и прочую помощь профинансированным фирмам.

Между формальным и неформальными рынками венчурного капитала существует, по нашему мнению, неразрывная связь. Если получившая финансирование от бизнес-ангела фирма начинает успешно расти, то в дальнейшем она имеет высокие шансы получить более крупные инвестиции в институциональных венчурных фондах не только благодаря тому, что ее характеристики и потенциал начинают удовлетворять требованиям этих фондов, но и вследствие того, что сами бизнес-ангелы нередко поддерживают партнерские отношения с венчурными фондами и упрощают процесс взаимодействия предпринимателей с фондами благодаря своим контактам. Поэтому, на наш взгляд, вполне справедливым является утверждение о том, что неформальный и институциональный секторы рынка венчурного играют взаимодополняющую роль /12, 21/.

Процесс венчурного финансирования формальными институтами, взаимодействие венчурных инвесторов и венчурных капиталистов на различных этапах финансирования можно, по мнению автора, представить в виде схемы, представленной на рис.1.2.

Процесс формирования венчурного фонда носит название «сбор средств». Для привлечения инвесторов учредители фондов на начальном этапе выпускают информационный меморандум, где подробно описаны цели и задачи фонда, специфические условия его организации и предпочтения.

После завершения сбора средств венчурного фонда начинается сам процесс «венчурования» - практическая работа по поиску, нахождению, выбору, оценке и вхождению в инвестируемую компанию. Этот процесс состоит из следующих этапов:

1. Привлечение проектов - поиск и отбор проектов для финансирования.
2. Тщательное изучение. После отбора определенного числа проектов, начинается процесс их «тщательного изучения». Рассмотрению подвергаются все аспекты состояния компании и бизнеса. Завершается эта стадия принятием окончательного решения об инвестировании в компанию или отказ от инвестирования.



Рис.1.2. Схема венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий

3. Инвестиция - приобретение пакета акций предприятия, обычно, неконтрольного.

4. Пост-инвестиционный менеджмент наступает после получения предприятием инвестиции. Представитель венчурного фонда, инвестиционный менеджер, входит в состав Совета директоров компании, принимает участие в разработке стратегических решений и осуществляет контрольные функции.

Приходя в компанию, венчурный капиталист приносит с собой один из ценнейших для бизнеса активов - свои деловые контакты и опыт. Большинство опрошенных компаний с венчурным капиталом признают, что инвесторы привносят в них нечто большее, чем просто финансы. Ответы респондентов в Западной Европе на вопрос о том, что помимо капитала привносит венчурный капиталист их компании систематизированы на рис 1.3.

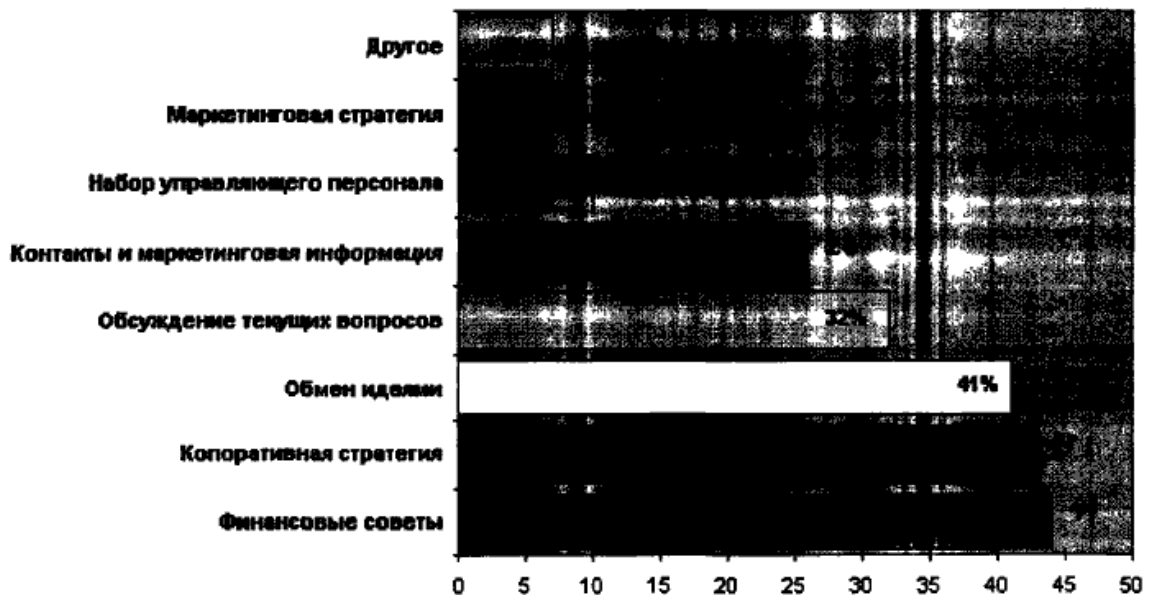


Рис. 1.3. Помощь венчурного капиталиста в управлении профинансированным предприятием

5. Выход. По истечении определённого срока (обычно 3-7 лет), когда достигнут определённый уровень развития венчура, фонд осуществляет процесс «выхода», т.е. реализует свою долю в компании. В современной зарубежной практике используются следующие способы «выхода»:

1. Продажа акций или первичное фондовое предложение (ПФП).
2. Продажа своей доли акций другому инвестору.
3. Обратный выкуп акций менеджментом профинансированного предприятия.
4. Продажа доли финансовому покупателю /22, 131/.

Полученный доход распределяется между инвесторами рискованного капитала. Венчурная компания, управляющая средствами получает свой процент от прибыли только после того, как инвесторам будут полностью возмещены суммы их инвестиций в фонд, и, кроме того, заранее оговоренный возврат на их инвестиции.

На разных этапах развития предприятия возникают разные потребности в финансовых ресурсах, имеются разные возможности рынка для продукции венчура и, соответственно, возможности его финансирования из разных источников.

Можно, на наш взгляд, выделить следующие виды финансирования венчурным капиталом на различных стадиях развития предприятия, представленные на рис. 1.4.

На первом этапе финансовых средств для разработки прототипа продукта требуется сравнительно немного, вместе с тем и спроса на будущую продукцию практически нет, а риск потери средств высок. В силу этого, в качестве основных источников финансирования работ на этом этапе выступают собственные сбережения руководителя проекта, средства его семьи, друзей, а также взносы бизнес-ангелов. На этой стадии могут использоваться также средства государственных венчурных фондов. Этот этап получил название зародышевого финансирования /25/.

Особенно большие проблемы в финансировании венчурного предпринимательства возникают на стартовом этапе образования предприятий,

когда требуются значительные ресурсы для аренды помещения, закупки оборудования, отработки технологии, производства продукции и поиска потенциальных покупателей. Вместе с тем, еще нет готовой продукции, реализация которой могла бы возместить указанные затраты. У большинства малых инновационных предприятий на ранних стадиях их развития возникают трудности с финансовыми ресурсами. Крупные финансовые компании неохотно вкладывают средства в предприятия на начальных этапах их развития: капитал раздробляется, трудно судить о реальных шансах на успех, затраты на экспертизу венчурного предприятия практически такие же, как на крупные предприятия. В силу этого, только около 10% предприятий в Западной Европе привлекают капитал венчурных фондов на стадии своего запуска [137]. Эта проблема может быть решена, на наш взгляд, путем привлечения венчурного капитала бизнес-ангелов.



Рис.1.4. Финансирование различных стадий развития предприятия венчурным капиталом

При переходе венчурного предприятия на этап раннего экономического роста, его продукция может быть уже прибыльна. Поэтому необходимы средства для обеспечения роста оборотного капитала. Указанные средства могут быть предоставлены различными венчурными фондами. Это фаза финансирования ранней экспансии.

На стадии роста, по нашему мнению, в привлечении венчурного капитала, как правило, особой необходимости нет. Однако привлечённый капитал может использоваться для дальнейшего развития компании.

На следующей стадии развития предприятия – интенсивной конкуренции венчурный капитал тоже может привлекаться для целей расширения компании. Эта стадия финансирования носит название мостового (промежуточного) финансирования.

На последней, завершающей стадии развития венчурного предприятия (зрелости), финансовые ресурсы для этого развития обеспечиваются за счет продажи предприятия одному или нескольким лицам. В результате создается новая, независимая компания на основе существующей. Здесь средства венчурных капиталистов могут привлекаться для осуществления выхода предприятия на фондовую биржу /9/.

Венчурный капитал так же может использоваться /25, 35/ в следующих случаях выкупа акций предприятия менеджментом, обновления - для бизнеса, испытывающего проблемы и в качестве замещающего капитала – в случае, если одни акционеры покупают долю у других (роль второй стороны также могут играть финансовые институты).

В этом параграфе автором были определены цели и задачи российского венчурного финансирования. Уточнены понятия «венчурный капитал», «венчурный бизнес» и раскрыто содержание венчурного предпринимательства в инновационной сфере.

1.2. Принципы и особенности организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий

Великий русский лингвист В.И. Даль определял «принцип» как «научное или нравственное начало, основание, правило, основа, отъ которой не отступают» /40, с. 431/. Автор с научной позиции разделяет мнение В.И. Даля о том, что принцип – это правило, которому необходимо в точности следовать. Основываясь на этом определении, под принципами организации венчурного финансирования будем понимать набор правил, которых должен придерживаться венчурный капиталист при подготовке и ведении процесса венчурного финансирования.

Принципы организации венчурного финансирования были заложены на начальном этапе становления венчурного капитала основателями этого бизнеса - Томом Перкинсом, Юджином Клейнером, Франком Кофилдом, Бруком Байерсом и др. В 50 - 60 годы они разработали основополагающие концепции организации финансирования: создание партнерств в виде венчурных фондов, сбор денег у партнеров с ограниченной ответственностью и установление правил защиты их интересов, использование статуса генерального партнера. Такая организационная форма инвестиционного процесса явилась новаторской для США середины XX века и создала значительное конкурентное преимущество перед другими источниками финансирования инноваций /25/.

Большинство принципов, заложенных основателями венчурного предпринимательства сохраняются неизменными по сей день. Однако с развитием венчурного бизнеса и с проникновением его из прогрессивной Северной Америки в консервативную Европу, некоторые правила организации венчурного финансирования претерпели изменение. Автором проведена систематизация принципов венчурного финансирования и их корректировка с учетом последних изменений в процессе венчурного финансирования инновационных проектов и особенностью российских условий.

Нами выделено четыре группы принципов организации процесса венчурного финансирования, представленные на рис. 1.5.

Начальный этап – формирование венчурного фонда. Можно, на наш взгляд, выделить следующие основные принципы, которых следует придерживаться при создании венчурных фондов:

1. Специализации венчурных фондов;
2. Общность инвестиционных интересов инвесторов венчурного капитала;
3. Выбора организационной структуры, позволяющей избежать двойного налогообложения.

Обычно венчурные фонды специализируются на вложении средств или в определенные сферы деятельности, либо стадии развития компании, либо в регионы.

М. Ашаров подтверждает наличие принципов в размещении средств: «У фондов есть четкие правила и области вложений». Бесплезно, по его мнению, «предлагать революционную интернетовскую разработку инвестору, чья специализация – биотехнологии» /3/.

Д. Гарнер также придерживается этой позиции. «Фирмы с венчурным капиталом, как правило, выбирают какую-то нишу в своей отрасли и концентрируют свои усилия в ней» - отмечает Д. Гарнер /34, с.87/.

Илья Франк отмечает, что «для фирм венчурного капитала характерна высокая специализация по отраслевым и географическим признакам» /4/.

По мнению автора, совпадающим с мнением отечественных и зарубежных ученых, венчурный капиталист должен обладать определенными знаниями в той области, в которую он собирается делать вложения, иначе он просто не сможет эффективно размещать и контролировать инвестиции. Выбрать перспективный инновационный проект - высокое мастерство, а универсальных специалистов в разных областях промышленности, по нашему мнению, не существует.

Отсюда вытекают сразу два принципа. Во-первых, это принцип специализации фондов венчурного капитала по сферам, стадиям и областям

вложений. И, во-вторых, принцип создания фондов на основе общности инвестиционных интересов инвесторов.

«Венчурные фонды создаются по принципу общности инвестиционных интересов его участников», отмечают создатели законопроекта по организации венчурной деятельности /92/. Инвесторы выделяющие средства для финансирования проекта, имеют возможность выбрать фонд, который отвечает их знаниям и интересам.

Заключительным принципом первой группы является принцип, согласно которому фонду необходимо выбрать определенную организационно-правовую структуру фонда, которая позволяет избежать двойного налогообложения. На это обращает внимание Джонатан Блейк, отмечая, что «главной проблемой, которую приходится решать при структурировании фондов венчурного капитала, заключается в том, чтобы избежать двойного налогообложения» /23, с.63/.

Вторую группу составляют принципы организации отношений с инвесторами венчурного капитала:

1. Запрет на вложение собственных средств менеджерами управляющей компании в проекты финансируемые фондом;
2. Подотчетность действий управляющей компании перед инвесторами;
3. Поддержание партнерских отношений с инвесторами венчурного капитала.

Первый принцип должен, на наш взгляд, предусматривать защиту интересов инвесторов. В нем излагается правило, согласно которому, венчурный капиталист, стоящий во главе фонда или компании не может вкладывать собственные средства в акционерный капитал финансируемых компаний. Один из основателей венчурного предпринимательства Том Перкинс так описывал этот принцип: «... вплоть до сегодняшнего дня ни один генеральный партнер не может иметь личных инвестиций в компании, в которой могут быть заинтересованы партнеры, даже в том случае, если со временем они отказываются от нее. Этот принцип гарантирует, что конфликта



Рис. 1.5. Классификация принципов венчурной деятельности

между нашими личными интересами и нашими интересами как партнеров не возникнет» /25, с.18/.

Принцип подконтрольности действий венчурного предпринимателя инвесторам призван оберегать инвесторов от опрометчивых шагов венчурных капиталистов и заключается в следующем. С одной стороны, венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для внесения инвестиций, участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению бизнеса этой компании. С другой - окончательное решение о производстве инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов.

Для любого венчурного капиталиста очень важным вопросом является защита интересов инвесторов, размещающих средства в его фонде. Привлечение инвесторов является очень трудоемким, по нашему мнению, делом, поэтому значительно проще сохранить расположение уже существующих инвесторов и тем самым обеспечить себе безупречную репутацию на рынке венчурного капитала.

Следующими являются принципы, которых необходимо придерживаться венчурным капиталистам непосредственно при организации различных этапов венчурного финансирования - «венчурования», основными из которых, по нашему мнению, являются:

1. Преимущественное финансирование высокотехнологичных проектов;
2. Отбор проектов, основанный на человеческом потенциале;
3. Финансирование конкретного проекта, а не предприятия;
4. Ограниченное вмешательство в управление компанией;
5. Подконтрольность деятельности менеджмента профинансированного предприятия;
6. Помощь менеджменту портфельной компании в управлении.

Классический североамериканский венчурный бизнес был ориентирован на финансирование высокотехнических инновационных проектов. С течением времени венчурный капитал переместился в Европу, где приобрел черты консерватизма: рисковое финансирование сместилось в более безопасную

сторону финансирования развития предприятий, выкупов пакета акций менеджментом и предприятий «с низкими технологиями» или вообще «без технологий» /34/.

Однако, постепенно американский венчурный капитал начал перемещаться в Европу и изменил баланс опять таки в сторону финансирования высоких технологий. Так, по словам М. Отставнова, «... десять лет назад лишь ленивый не говорил о технологическом разрыве между берегами Атлантики». В Америке создавались новые отрасли - биотехнологии, персональные компьютеры и телекоммуникации, а Европа никак не могла распрощаться с отживающими свое домами и шахтами. Сейчас ситуация начала меняться. Пока не стоит говорить об исчезновении разрыва: «едва ли кто-то спутает европейские технологические «оазисы» с «тропическим лесом» Силиконовой долины» /84/. Однако процесс финансирования инноваций и, как следствие, уменьшения разрыва между высокотехнологичными отраслями Америки и Европы, начался.

Поэтому следующим принципом венчурного бизнеса можно, по нашему мнению, назвать принцип преимущественного финансирования высокотехнологичных проектов.

Мнение автора совпадает с точкой зрения А. Бочкарева, который утверждает, что «большое внимание при анализе заявки уделяется тому, в какой мере проект опирается на высокие технологии, которые в первую очередь определяют потенциал венчурного предприятия к быстрому росту» /9/.

Принцип преимущественной оценки человеческого потенциала компании заключается в следующем. Венчурные капиталисты интересуются прежде всего людьми, командой, менеджерами, а не собственно идеей. Несомненно, идея должна удовлетворять определенным критериям - быть новой, закрывать реальную нишу на рынке, быть защищенной от возможных действий существующих и возможных конкурентов, и т. д. Но венчурные капиталисты справедливо полагают, что слаженная команда и агрессивные

менеджеры смогут выдать деньги даже из средней разработки, а вот плохие погубят любое гениальное прозрение /3/.

Венчурные предприниматели финансируют собственно не предприятие, а инновационный проект. Средства выделяются под развитие проекта – отсюда вытекает принцип финансирования идеи. Так, С.В. Валдайцев утверждает, что должно быть основано совместно с инвестором проекта новое строго целевое предприятие, исключительно для реализации рассматриваемого проекта /24/. По мнению автора, которое частично совпадает с мнением С.В. Валдайцева, венчурный капиталист несомненно финансирует не предприятие, а конкретный проект, однако на момент рассмотрения проекта предприятие уже может существовать. То есть условие организации под проект предприятия, на наш взгляд, не обязательно. Однако это не меняет сути самого принципа, согласно которому финансируется не предприятие, а идея.

Эрик Джонсон также отмечает, что венчурные фонды предоставляют капитал предприятиям для осуществления «конкретных программ развития» /80/.

Венчурные фонды обычно не претендуют на контрольный пакет акций портфельной компании. На это имеются две причины. Во-первых, предел человеческих возможностей. Управляющий состав венчурного фонда состоит, как правило, из 3-5 человек. Размер фонда может варьироваться, но большинство инвесторов рискованного капитала не будут вкладывать менее 10 млн. американских долларов в фонд. Среднее количество инвесторов фонда, по оценкам специалистов, составляет порядка десяти участников. Отсюда следует, что размер фонда может составить 100 и более млн. долларов. Эти средства будут размещены венчурным капиталистом в 10-15 проектов. Участвовать в управлении каждой из этих компаний, подробным образом вникать во их все текущие дела для 5 человек физически невозможно.

Во-вторых, по словам М. Ашарова, «...у тех, кто вкладывает в компанию душу, страсть и все силы, должен оставаться реальный контроль, "чувство руля", ощущение, что свой крупный выигрыш они куют сами. Иначе пострадает общее дело и, как результат, общие деньги» /3/.

Мнения относительно того, что венчурный капиталист не претендует на контрольный пакет акций и полноту управления проинвестированным предприятием разделяют и другие ученые. Так, Э. Джонсон, описывая деятельность венчурного фонда, находящегося под его руководством, категорически заявляет, что «доля Фонда в уставном капитале предприятия может составлять от 25 до 49%. Но не больше!» /120/.

Независимо от своего долевого участия в капитале фирма-инвестор, по словам Г.Г. Долуда, стремится к тому, чтобы контроль над компанией оставался в руках ее нынешних руководителей, так как она вкладывает свой капитал, во многом рассчитывая на их опыт и профессионализм.

Однако на этот счет существует и другая точка зрения, которую выразил О.В. Мотовилов, заявив, что венчурный инвестор часто стремится к установлению полного контроля /77/.

Автор не разделяет точку зрения О.В. Мотовилова, объясняя это тем, что у сотрудников управляющей венчурной компании не может быть «абсолютного знания» относительно всех тех областей бизнеса, в которые может действовать фонд и, помимо этого, просто не хватит времени и сил на управление проинвестированными предприятиями, т.к. обычно каждый член фонда, как правило, «ведет» несколько сделок.

Поэтому, на наш взгляд, следующим принципом венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий, является принцип ограниченного вмешательства в управление портфельной компании.

С.В. Валдайцев, описывая процесс финансирования инновационного бизнеса капиталовложениями венчурных инвесторов, указывает на необходимость «увеличить гарантии против нецелевого использования вложенных фондов», настаивая на «участии своих представителей в управлении соответствующим предприятием (на вхождении их в совет директоров — в том числе в качестве «внешних» директоров в случае выделения целевого кредита, в исполнительную структуру менеджмента и пр.)» /23, с.181/. Гораздо реже, по его мнению, венчурные инвесторы «удовлетворяются только требованием получить так называемую «золотую

акцию», дающую им пассивное право всего лишь блокировать неприемлемые решения по использованию предоставленных фондов» /23, с.181/.

По нашему мнению, венчурному капиталисту необходимо осуществлять контроль за принятием ответственных решений, которые могут повлиять на развитие бизнеса и при необходимости использовать право «вето».

Г.Г. Долуд высказывает мнение, что венчурный капиталист стремится участвовать в принятии любых стратегических решений, которые могли бы привести к изменению производственного или торгового профиля компании, а также касающихся важнейших положений инвестиционной политики, следствием чего может стать отвлечение на длительный срок или истощение финансовых ресурсов компании. Этим обстоятельством, на его взгляд, и объясняется тот факт, что венчурная компания, как правило, «настаивает на введении по крайней мере одного из своих учредителей в совет директоров приобретаемой компании», а в случае возникновения у последней трудностей она может потребовать «предоставить ей право полностью взять на себя управление малой компанией и попытаться спасти свои инвестиции ...» /130, с.153/.

Д. Хартфорд, представитель восточноевропейского венчурного капитала также отмечает, что «венчурный капиталист хочет, чтобы предприниматель ... отдал часть контрольных функций венчурному капиталисту» /27, с. 39/.

Однако помимо контроля венчурному предпринимателю необходимо, на наш взгляд, оказывать посильную помощь в управлении проинвестированным предприятием. Особенно это важно в случае финансирования начальных стадий развития предприятия, где риск неудачи относительно высок. Поддержка венчурного предпринимателя в этом случае, по нашему мнению, это то, чего ждут многие предприниматели, обращаясь в фонд за инвестициями.

Следующую группу составляют принципы организации деятельности по уменьшению рисков венчурного финансирования:

1. Диверсификация риска по проектам;
2. Поэтапное выделение средств;

3. Поддержание венчурным капиталистом «активной» позиции в управлении предприятием.

Как уже упоминалось нами в первом параграфе термин «венчурный бизнес» произошел от английского слова «venture», одно из значений которого – риск. В связи с тем, что при инвестировании, венчурный капитал подвергается значительному риску, основные принципы организации венчурного бизнеса призваны подсказать способы уменьшения этого риска.

Первый и основной, по нашему мнению, принцип, который необходимо соблюдать при организации деятельности фонда - по уменьшению риска потери средств при венчурном финансировании инновационных проектов, оберегающий рискованного предпринимателя от потери инвестированных средств, заключается в разделении (диверсификации) этого риска. Этот принцип можно, по нашему мнению, сформулировать следующим образом: венчурному предпринимателю целесообразно вкладывать средства в несколько не связанных между собой инновационных проектов. Значимость этого принципа подчеркивается многими отечественными и зарубежными учеными.

О.В. Мотовилов высказывает мнение, что «основной принцип деятельности «рисковых капиталистов» – финансирование относительно небольших, не связанных между собой (рассредоточение риска) проектов ...» /77/.

Н. Фролова в статье «Фонды рискованного финансирования» также выделяет в качестве «...центрального принципа рискованного финансирования - разделения и распределения риска» /122/.

В проекте российского закона «О венчурном финансировании в Российской Федерации» изначально это правило заложено в качестве обязательного к исполнению: «Венчурный фонд не вправе инвестировать свыше 10 процентов собственных средств в один инновационный проект» /92, статья 16/.

Илья Франк следующим образом раскрывает причины возведения диверсификации риска в статус принципа: «Чаще всего компании вкладывают средства сразу в несколько мелких новаторских фирм с расчетом на то, чтобы

за счет компаний-победителей покрыть убытки от вложений в те, которые потерпят крах» /4/.

Следующий принцип организации деятельности по ограничению рисков, который многие авторы вполне обоснованно, на наш взгляд, ставят на второе место по значимости, является дополнением первого. Уменьшение степени риска может достигаться также за счет распределения риска. Сущность этого принципа заключается в поэтапном выделении средств реципиенту венчурного капитала для реализации инновационного проекта.

Э. Джонсон в интервью газете «Биржа плюс карьера» раскрывает содержание этого принципа и отмечает, что «... Фонду выгодно вносить средства поэтапно, каждый раз оценивая то, что уже сделано» /120/.

О.В. Мотовилов высказывает мнение, что ещё одним способом «самостраховки», помимо диверсификации, применяемым «рисковыми капиталистами», является «поэтапное финансирование проектов, когда вложения увеличиваются по мере успешного хода их реализации и немедленно приостанавливаются в случае неудачи» /77/.

А. Бочкарев, оценивая опыт венчурного предпринимательства в Великобритании также отмечает, что «при венчурном финансировании повсеместно применяется поэтапное выделение ресурсов через «капельницу», когда каждая последующая стадия развития предприятия финансируется в зависимости от успеха предыдущей» /9/.

Заключительное положение этой группы принципов, направленных на организацию процесса по уменьшению риска вложений в инновационные проекты, заключается в той роли, которая отводится венчурному предпринимателю в управлении компанией. Венчурный капиталист должен занимать, по нашему мнению, «активную» позицию в управлении проинвестированным предприятием. Он должен ввести своих представителей в управление для оказания поддержки и осуществлении контроля, и настоять на получении от менеджмента компании права «вето», т.е. иметь возможность приостановить любое решение, противоречащее интересам фонда в данном предприятии.

Венчурный фонд, в целях уменьшения различных рисков, возникающих при венчурном финансировании и оптимальной его организации, должен неукоснительно следовать этих принципов, так как они сформулированы с использованием результатов анализа опыта венчурной деятельности во многих странах мира.

Венчурный капитал как источник средств для финансирования инноваций, на наш взгляд, довольно специфичен. Схема финансирования с привлечением венчурного капитала, по мнению автора, была создана специально для финансирования инноваций.

На формирование особенностей, присущих венчурному предпринимательству, повлияла, по нашему мнению, экономическая ситуация в США в послевоенные годы и быстрое развитие науки. Спрос малых новаторских фирм на капитал был огромным, но, как правило, не удовлетворялся традиционными источниками ссудного капитала: банками, страховыми компаниями и другими финансовыми организациями, которые воздерживаются чрезмерного риска. Это и послужило толчком для возникновения специфической формы ссудного капитала - венчурного и его специальных учреждений /4/.

Несмотря на то, что большинство отечественных ученых отмечают венчурное финансирование как форму акционирования компаний, зарубежная практика венчурного бизнеса показывает, что возможно сочетание акционирования и кредитования. Одновременное использование этих двух типов финансирования позволяет уменьшить риск вложения средств в инновационные проекты. Венчурное финансирование также имеет прямое отношение и к грантовому финансированию. Венчурные предприниматели заинтересованы в развитии компании, после инвестирования средств, оказывают ей ряд бесплатных услуг в управлении, предоставляют консультации и всяческую поддержку. Следовательно, как мы видим на этих примерах венчурное финансирование содержит в себе три способа финансирования – акционирование, кредитование и грантовое

финансирование, хотя основной упор делается, безусловно, на прямое инвестирование.

Выделим особенности, которые, на наш взгляд, присущи организации венчурного финансирования:

1. Венчурный капиталист – посредник между инвесторами капитала и предпринимателями (реципиентами);
2. Небольшой штат управляющей компании и, как следствие, гибкость в управлении фондом и низкие текущие затраты;
3. Финансирование предприятий путем приобретения неконтрольного пакета, обычно, неотирующихся на фондовом рынке акций. Следовательно у предпринимателя нет обязательств по возврату инвестированных средств;
4. Долгосрочное финансирование;
5. Преимущественное финансирование инноваций;
6. Оказание помощи в управлении профинансированными предприятиями;
7. Венчурный капиталист ориентируется не на дивиденды, а на прирост стоимости предприятия;
8. При анализе проекта основной упор на человеческий потенциал, возможную прибыль, а лишь потом на риски.

Первая особенность организации венчурного финансирования заключается в следующем. Венчурный капиталист вкладывает в проекты не собственные средства, а средства мобилизованные у инвесторов, т.е. он является посредником между инвесторами и реципиентами рискованного капитала.

По мнению автора, от других финансовых институтов, венчурные фонды отличает гибкость управления и низкие текущие издержки. Это объясняется тем, что компания, управляющая средствами венчурного фонда, как правило, составляет порядка пяти человек, в то время, как капитал фонда может достигать значительной величины порядка нескольких сот миллионов американских долларов. Точка зрения автора совпадает с мнением Т.С.

Зубаревой, которая отмечает, что венчурный капитал имеет ряд особенностей таких, как низкие текущие затраты и гибкость управления /48/.

Н. Фролова, анализируя деятельность фондов рискованого финансирования, делает вывод, что «преимущества рискованого капитала ... в гибкости управления, быстроте принятия решений, низком уровне текущих издержек» /122/.

Венчурный предприниматель рассчитывает на получение сверхприбылей, которые можно получить только вследствие инвестирования средств в акционерный капитал предприятия и высоких темпов его развития. Следовательно, у предпринимателя нет никаких обязательств перед венчурным инвестором по возврату инвестированных в предприятие средств.

Описывая работу Нижневолжского регионального венчурного фонда, сотрудники фонда делают упор на то, что «венчурный инвестор не нуждается в каких-либо официальных гарантиях» и что венчурный капитал отличается от банковского кредита именно тем, что «у предприятия нет обязательства вернуть инвестору его деньги» /80/.

Л.И. Щербакова также утверждает, что «в отличие от кредита, финансовые средства для рискованого капитала предоставляются на несколько иных условиях, допускающих возможность провала финансирования проекта» /129, с.23/. Предприниматель проекта, по ее словам, не несет ответственности перед финансистами за расходование фондов и не выплачивает на них процентов. Отсюда она делает вывод что, «финансирование стартового периода осуществляется фактически на безвозвратной основе» /129, с.23/.

Сроки предоставления венчурного капитала варьируются и составляют, в среднем, пять лет. Найдется немного таких источников, как венчурный капитал, который предоставляет вновь образовавшимся инновационным предприятиям значительные средства на столь длительный срок.

Подтверждением этому является высказывание К.А. Вартаньяна относительно того, что «венчурные инвестиции обычно имеют ... долгий инвестиционный горизонт, от 3 до 7 лет» /22/.

Такой тип финансирования, как венчурное – отмечает Л.И. Щербакова - «это, долгосрочное инвестирование капитала, при котором капиталисту приходится ожидать в среднем от 3 до 5 лет, чтобы убедиться в перспективности продукта, и от 5 до 10 лет, чтобы начать получать прибыль на вложенный капитал» /129, с. 21/.

Изначально, венчурный капитал образовался как источник для финансирования высокотехнологичных инновационных проектов. Д. Гарнер констатирует тот факт, что «в ранний период венчурного инвестирования основным объектом внимания венчурных фирм по традиции были компании, применяющие в своем производственном процессе высокие технологии» /34, с.86/.

Следующей особенностью венчурного финансирования является, по мнению автора, личная заинтересованность венчурного капиталиста в успешном развитии предприятия, поскольку он вкладывает средства в акционерный капитал и вернуть средства может только путем продажи акций этого предприятия. Если этот проект закончиться неудачей то, соответственно, возвращать ему будет нечего. Поэтому венчурные предприниматели оказывают всяческую поддержку профинансированному предприятию – от консультаций до помощи в управлении (табл. 1.2).

Венчурный предприниматель, инвестируя капитал в акции инновационного предприятия рассчитывает прежде всего не на дивиденды и другие выплаты, а на прирост капитала, который заключается в росте и, следовательно, увеличении стоимости проинвестированного предприятия.

Этот вывод автора основывается на высказываниях специалистов в области венчурного предпринимательства. Так, европейские ученые указывают на то, что «... доходы от вложений капитала в большей степени имеют форму прироста стоимости капитала в конце периода инвестиций, чем форму дивидендов» /25, с.61/.

Л.И. Щербакова считает главным стимулом вложения рискового капитала в стремлении получить не предпринимательский, а учредительский доход. «Превышение рыночной стоимости своих акций над вложенным

капиталом и представляет главный объект интереса рискованных капиталистов, их учредительскую прибыль» - отмечает она /129, с.22/.

Таблица 1.2.

**Мнение ученых о роли венчурного предпринимателя в управлении
профинансированным предприятием**

Автор	Мнение о роли венчурного предпринимателя
Л.И. Щербакова	«... рискованные финансисты, как правило, не ограничиваются предоставлением средств, а оказывают различные управленческие, консультативные и прочие деловые услуги и новой компании» /129, с.23/
Д. Гарнер	«Опыт и связи, которые венчурный капиталист привносит в совместную деятельность» /34, с.87/
К.А. Вартамян	«Венчурные инвестиции ... в дополнение к инвестициям осуществляются также взаимоотношения с менеджментом компании для обеспечения поддержки, основанной на опыте и связях инвестора» /22/
А. Бочкарев	«В силу активной заинтересованности в успехе венчурного предприятия, в которое инвестор вкладывает свои средства, в реализации 80% проектов он играет активную роль» /9/
И. Франк	«Для фирм венчурного капитала характерна тесная увязка своей деятельности с решением проблем мелкой высокотехнической фирмы. Инвесторы считают необходимым в течение 5-7 лет влиять на дела новых компаний, что практически достигается участием в решении ключевых вопросов их развития, занятием руководящих постов в управлении» /4/

Особенности организации процесса венчурного финансирования представлена в таблице 1.3.

Таким образом, можно выделить четыре группы принципов организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий:

- организация венчурных фондов;
- организации отношений с инвесторами венчурного капитала;
- организации процесса венчурного финансирования проектов;
- организация деятельности по ограничению риска венчурного финансирования.

Таблица 1.3.

Источники финансирования инновационной деятельности предприятий

Источники финансирования	Банки	Стратегические инвесторы	Венчурный капитал
1	2	3	4
1. Инвестирование в акционерный капитал	-	+	+
2. Кредиты, ссуды	+ под залог, гарантии	-	+
3. Краткосрочные инвестиции	+	-	-
4. Долгосрочные инвестиции	-	+	+
5. Возврат средств с процентами по графику	+ большая банковская ставка	-	+ новый %
6. Рисковый бизнес	-	-	+
7. Стабильный бизнес	+	+	-
8. Участие инвестора в управлении фирмой	-	+	+
9. Опасность потери контроля над фирмой менеджментом	+	+	-
10. Привлечение добавочной стоимости в фирму	-	+	+

1	2	3	4
11. Длительность заключаемой сделки	1-3 мес.	1-2 года	6 месяцев
12. Разбавление доли владельца	-	+	+
13. Разделение будущих прибылей предприятия	-	+	+
14. Предоставление залога	+	-	-

Венчурное финансирование специфично. В этом параграфе отражены особенности организации венчурного финансирования и его отличия от других типов.

1.3. Исследование современного состояния организации венчурного предпринимательства и перспектив его развития в России

Ситуация с венчурным предпринимательством в Восточной Европе и России имеет отличия от таковой в странах Западной Европы и Северной Америки. Различия между классической североамериканской моделью организации венчурного финансирования и моделью, существующей в России наиболее существенны, что, на наш взгляд, можно объяснить активным участием западноевропейских финансовых институтов в формировании рынка венчурного капитала в этих странах. Примером этому может послужить тот факт, что большинство фондов венчурного капитала, действующих в России, созданы с участием Европейского банка реконструкции и развития /115, 27, 19, 120/. Помимо этого на становление отечественного рынка венчурного капитала немалое влияние оказывают экономические и политические условия.

На формирование российского рынка венчурного капитала воздействуют следующие факторы.

1. В результате массовой приватизации частный сектор в России стал весьма значительным. Следствием этого можно считать возросшую роль малых и средних предприятий в российской экономике. Именно эти предприятия являются одними из основных субъектов венчурного бизнеса, так как

большинство зарубежных или созданных с помощью привлечения иностранных капиталов венчурных фондов осуществляют инвестирование только в частные предприятия /115, 27, 2/.

2. Вторую группу составляют факторы, возникшие в результате общеэкономического кризиса, наступившего после событий 17 августа 1998г. Последствия этого кризиса неоднозначно сказались на отечественной индустрии венчурного капитала. Это отмечают ряд отечественных учёных такие как А. Власов /30/ и М. Бунчук /12, 13, 14/.

Во-первых, кризис 1998 г. парализовал отечественную банковскую систему и лишил отечественный венчурный бизнес такого источника как банковский капитал. В странах Западной Европы, особенно в Германии, где банковская система получила значительное развитие, банковский капитал является одним из основных источников формирования венчурных фондов.

Вторым отрицательным фактором является, по мнению автора, утрата частными инвесторами большей доли уверенности в России и потеря «энтузиазма» инвесторами по поводу создания новых венчурных фондов.

В то же время возникли новые реалии в российской экономике, которые, по нашему мнению, можно считать положительными:

- снижение интенсивности конкуренции со стороны западных компаний вследствие увеличения соотношения доллара к рублю;
- укрепление венчурным капиталом своих конкурентных преимуществ в связи с кризисом банковской системы и отсутствием долгосрочных кредитов;
- снижение стоимости инвестиционных проектов для инвесторов, чем до кризиса.

3. Следующим положительным фактором для развития венчурного предпринимательства в России, является накопление в частном секторе России значительных финансовых ресурсов, особенно в сфере торговли. Обладатели этих капиталов готовы инвестировать их в «реальный» сектор, так как доходность торговых и финансовых операций после августа 1998 года снизилась.

4. Фактором, препятствующим венчурным инвестициям в технологический бизнес является, на наш взгляд, слабая культура предпринимательства во многих фирмах, основанных российскими учеными, отсутствие качественной команды менеджеров, неспособность объективно оценить рыночные перспективы коммерциализуемой разработки, неурегулированность прав на интеллектуальную собственность между ее разработчиками и научным учреждением, в которых проводилась научная работа.

Этот факт так же отмечают в своих работах А.А. Фурсенко, П. Гулькин, М. Бунчук и другие отечественные учёные /12, 14/. Следствием этого является то, что «...проекты, которые сегодня предлагаются в России, - и даже самые лучшие из них – ещё не готовы к нормальному коммерческому, в том числе венчурному финансированию» /50/.

5. Ещё один фактор низкого объема венчурного инвестирования в России – это неразработанность нормативно-правовой базы для венчурного инвестирования. Российское законодательство не содержит нормативных актов, регулирующих деятельность венчурных фондов. В частности, пенсионным фондам, которые в США и Западной Европе являются основным поставщиком капитала для венчурных фондов, в России, в соответствии с законодательством не разрешено инвестировать в венчурные фонды» /14/.

«Законодательная база нас категорически не устраивает», - замечает А.В. Власов, директор «Русского технологического фонда» /50/. Все эти многие другие препятствия затрудняют и тормозят развитие венчурного предпринимательства в России /50, 90, 92/.

6. Ликвидность инвестиций является болезненным вопросом для венчурного капитала в силу отсутствия:

- развитого рынка для первоначального фондового размещения акций малых предприятий;
- доверия к российским предприятиям на мировых рынках;
- опыта приобретения предприятия крупными российскими компаниями.

Фондовый рынок в России является торговой площадкой только для «голубых фишек». Продажа акций новых технологичных компаний здесь практически невозможна.

Рассмотрев факторы, которые оказывают влияние на формирование отечественной венчурной индустрии, изучим современное состояние рискованного бизнеса.

Первые «ростки» венчурного финансирования появились в России в 1993 г., когда Европейский банк реконструкции и развития совместно с правительствами стран «большой семёрки» разработал программу создания региональных фондов венчурного капитала. Целью создания региональных фондов венчурного капитала была поддержки средних приватизированных предприятий. Региональные фонды созданы в Смоленске, Екатеринбурге, Санкт-Петербурге, Хабаровске, Волгограде, Петрозаводске, Ростове-на-Дону, Владимире, Новосибирске, Воронеже и Нижнем Новгороде /19/.

Каждый региональный фонд располагает капиталом в размере 30 млн. долларов для инвестирования в качестве нового акционерного капитала в средние приватизированные и другие частные предприятия. Инвестируя средства в акционерный капитал, региональные венчурные фонды подходят к инвестиционным перспективам со среднесрочных позиций. Минимальный размер инвестиции составляет 300 000 долл., а максимальный – 3 млн. долл. /13/.

Верхняя граница инвестиций, теоретически, не более 10% от объема фонда, а на практике составляет 5%, т.е. 750 тысяч долларов /30/.

На финансирование собственно технологических инноваций региональными венчурными фондами была направлена лишь малая часть средств этих фондов (единицы процентов от капитала, а по мнению некоторых экспертов-1%) /29/. Директора региональных фондов крайне неохотно, по мнению автора, рассматривают высокотехнологичные проекты из-за соображений «техно-национализма»: есть опасения, что проекты в сфере высоких технологий смогут бросить вызов западным промышленным лидерам на отдельных региональных рынках. Эти опасения тем более оправданы, если

учесть, что высокотехнологичные проекты наиболее эффективны только в случае экспорта на международные рынки /14/.

Некоторые отечественные учёные, отмечая несомненно положительную роль региональных венчурных фондов для формирования российского рынка венчурного капитала, но указывают также и на тот факт, что по ряду причин Европейский банк реконструкции и развития не следует рассматривать как серьезный источник инвестиций для технологического бизнеса /14/.

Причины этого, по нашему мнению, таковы. Во-первых, региональные венчурные фонды поддерживают проекты на стадии расширения производства, а не на начальных стадиях. Предприятие - претендент на инвестиции – должно иметь значительный годовой объем продаж, соизмеримый со средним размером инвестиции фонда (минимум 300-500 тыс. долларов, в среднем 1-2 млн. долларов). Для малых предприятий на «посевной» и «стартовой» стадиях необходимый объем инвестиций составляет, как правило, порядка 50 тысяч долларов США. Они не попадают под критерии отбора уже по двум критериям: минимального размера инвестиции и годового оборота.

Во-вторых, оценка рисков руководителями региональных венчурных фондов не является исключительно рыночной оценкой. У директоров региональных фондов есть сильная мотивация не предоставлять инвестиции и нет достаточной мотивации максимизировать доход на капитал фонда /14/. Окончательные инвестиционные решения принимает европейский банк реконструкции и развития. Таким образом, региональные венчурные фонды не являются в полной мере рыночными институтами. Отсюда и крайне малое число проектов, получивших инвестиции от этих фондов в России за последние несколько лет.

В Центральном Черноземье работает один из таких региональных венчурных фондов, созданные европейским банком реконструкции и развития – фонд «РАБО Черноземье». За три года существования фонда им было проинвестированно три предприятия:

- компания «Полипак» в г. Железногорске Курской области;
- ОАО «Стройдеталь» в Липецке;

• ОАО «Белгородский экспериментальный завод рыбных комбикормов» в пос. Пролетерский Ракитянского района Белгородской области /94/.

Помимо региональных фондов ЕБРР в России успешно действуют такие венчурные фонды как «Пионер», «Пэйн Вебер», «Рашэн партнерс», «Джанкцион инвесторс», «Нью стар», «Флеминг» и пр. Они аккумулируют зарубежные инвестиционные ресурсы /19/.

В 1994г. в России действовали всего 12 венчурных фондов, в 1997г. - 26, в 1998г. - 40. Помимо этого, еще 16 восточноевропейских фондов инвестировали в Россию часть своих портфелей. По одним данным после августовских событий 1998г. в России реально работают не более 10 венчурных фондов /29/, по другим около 20 /31/.

По данным, полученным из отечественных /30, 2, 115/ и зарубежных изданий /27/, капитализация фондов венчурного капитала, работающих в России составляет около 3 млрд. долларов США. На сегодняшний момент проинвестированно около 150 российских компаний. Ими получены средства в размере порядка 500 млн. долларов США.

Поскольку целью работы является изучение возможностей финансирования инновационной деятельности предприятий с помощью венчурного капитала, изучим именно этот аспект венчурного финансирования в России.

На вопрос у руководителей малых технологических фирм в различных регионах России о том, какие источники финансирования рассматриваются для фирм как основные, назывались в первую очередь Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, Миннауки, Минобразования, муниципальные фонды и программы поддержки предпринимательства. В некоторых случаях фирмы, прошедшие «стартовую» стадию, имеют опыт получения банковских кредитов. Лишь немногие из руководителей фирм имели опыт общения с венчурными капиталистами и, как правило, это общение не привело ни к чему определенному. Только в одном случае высокотехнологичная фирма стала кандидатом на получение

инвестиции в одном из региональных венчурных фондов Европейского банка реконструкции и развития, действующих в России /14/.

Эта ситуация подтвердилась на семинаре «Венчурное инвестирование в российские технологии», который проводился в Санкт-Петербурге в апреле 1999 года. На семинаре отмечалось, что только около 1% венчурных инвестиций в России идет в высокие технологии. Если учесть, что действующие в России венчурные фонды в настоящее время имеют обязательства перед компаниями примерно на 500 млн. долл., то получается, что обязательства перед технологическими фирмами не превышают 5 млн. долларов США. Действительно, из всех венчурных фондов, созданных в России при участии ЕБРР, пожалуй, только Русский технологический фонд (7 осуществленных сделок; средний размер инвестиции – 500 тыс. долл.) /9/, ЗАО «Прямые и венчурные инвестиции» (одна инвестиция в международный проект системы управления космическим стартом морского базирования Sea Launch) /18/ и национальный венчурный фонд «Грин Грант» /29/, действительно осуществляют инвестиции в технологический бизнес.

Анализ деятельности венчурных фондов в России, проведенный автором, показывает, что венчурные фонды, в основном, осуществляют инвестирование в развитие фирмы и участие в приватизационных и пост-приватизационных процессах. Технологически ориентированные компании пока еще редко являются объектами венчурного инвестирования, хотя в проспектах многих фондов указывается, что они финансируют ранние стадии и, даже начальную стадию.

А.В. Власов также видит основную проблему венчурного инвестирования в России том, что «...никто не инвестирует на первой, второй и практически третьей стадии». Даже венчурный фонд, созданный ЕБРР и крупным Российско-Американским инвестиционным фондом – все работают на стадии расширения предприятия /50/.

Проблемы с финансированием ранних стадий развития предприятия и, разумеется, инновационной деятельности связано с тем насколько венчурные

фонды хотят рисковать, что в свою очередь зависит, на наш взгляд, от источников формирования средств фондов.

Привлечение средств для венчурного инвестирования из российских источников, по нашему мнению, весьма проблематично. Инвестиционная политика российских банков в значительной мере предопределялась высокой инфляцией, нестабильностью курса обмена рубля и иностранной валюты и очень высокой доходностью государственных ценных бумаг. В настоящее время банки оказались неподготовлены для долгосрочных инвестиций. Дорогие, краткосрочные, мало рискованные займы, которые предлагаются российскими банками их клиентам и на которые российские предприниматели вынуждены соглашаться в сложившейся ситуации, не стимулируют банки инвестировать в венчурные фонды.

Пенсионные фонды, которые являются одними из основных источников формирования венчурных фондов на Западе, в России выпадают из списка инвесторов рискованного капитала. В соответствии с российским законодательством, пенсионным фондам разрешено инвестировать только в некоторые очень ограниченные финансовые инструменты такие как, государственные ценные бумаги, банковские депозиты, недвижимость и акции котируемых компаний.

За рубежом страховые компании так же, как и пенсионные фонды, формируют мощный источник венчурного капитала. В России на данный момент насчитывается более двух тысяч страховых компаний, но общая сумма страховых премий, собранных за 6 месяцев 1997 года, составила очень скромную, по западным меркам, сумму в 2,7 миллиарда долларов. Однако, по мнению российских учёных /30/, этот рынок находится на грани подъема, и, возможно, в скором времени и в России страховой капитал будет участвовать в отечественной венчурной индустрии.

Средства из государственных источников, по нашему мнению, обязаны участвовать в формировании отечественных венчурных фондов. Эти средства важны для финансирования вновь создающихся высокотехнологических компаний, где риск потери инвестированных средств наиболее высок. В

настоящее время, по данным различных источников /25, 107/, Правительство РФ готовит постановление о создании первого в России фонда инновационного венчурного инвестирования с участием государства до 30% и с доминирующим участием в нём российского капитала.

Помимо средств государственного сектора, для финансирования становления малых и средних предприятий можно использовать капитал индивидуальных венчурных инвесторов. Активного влияния российских бизнес-ангелов на развитие венчурного финансирования в настоящее время не просматривается. Однако, поскольку доходность торговых и финансовых операций после кризиса 1998 года снизилась можно, по нашему мнению, ожидать перетока частных капиталов в венчурный бизнес.

Основными инвесторами в венчурные фонды, действующие в России на данный момент являются ЕБРР, зарубежные государственные структуры и институциональные инвесторы (IFC, Framlington, EPIC и др.). Большинство фондов, получивших инвестиции из зарубежных бюджетных источников имеют цели, относительно которых договорились российское и иностранные правительства, такие как Defence Fund, ориентированный на конверсию российской оборонной промышленности, TUSRIF, AGRIBUSINESS и другие /18, 27, 31/.

Схематически состав инвесторов венчурного капитала в России проиллюстрирован на рис.1.6.

В Европе же наоборот, основные средства для индустрии венчурного капитала поступают из пенсионных фондов, банков, страховых компаний, а зарубежные инвестиции составляют лишь незначительную часть /31/. Таким образом, в России финансовые источники для индустрии венчурного капитала весьма отличны от рынка европейского венчурного капитала.

Вероятно, в будущем, пропорция российских денег в венчурном капитале будет неуклонно расти. Банки, по нашему мнению, наиболее подготовлены для этих целей, а изменения в законодательстве смогут позволить пенсионным фондам действовать в качестве инвесторов венчурного капитала. Рост

страховых компаний и их слияние друг с другом может привести к созданию еще одного российского источника для венчурного капитала.

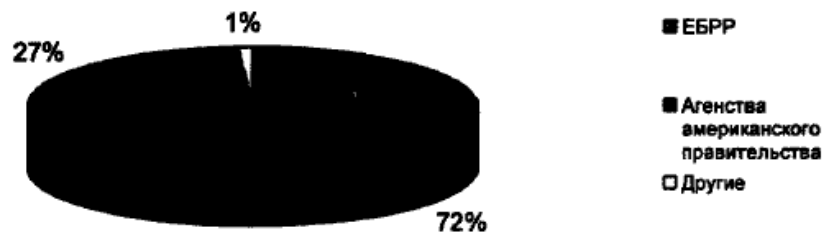


Рис.1.6. Источники венчурного капитала в России

Потенциальные частные инвесторы очень внимательно наблюдают за результатами деятельности фондов. Успех фондов, созданных при участии ЕБРР может стать решающим аргументом для появления частных инвесторов в России.

Как было отмечено, в российские предприятия уже инвестировано около 500 млн. долларов. Срок деятельности многих фондов в России достиг пяти-семи лет и скоро для многих фондов наступит время, когда необходимо осуществлять процесс «выхода из бизнеса», т.е. реализацию собственных активов компании и получение прибыли. В связи с экономическим кризисом надежды на фондовый рынок у зарубежных инвесторов нет. Остаются следующие способы, которые отмечают ряд отечественных учёных.

«Теоретически можно предположить, что, скорее, следует надеяться на стратегического партнёра, поскольку предприниматели вряд ли смогут выкупить эти акции» - говорит А. Власов. Но существует надежда на установление фондового рынка в России /30/.

Эрик Джонсон, генеральный директор «Фонда долевого участия в малых предприятиях», называет следующие возможные пути выхода:

1. Владельцы предприятия выкупают весь пакет акций по текущей стоимости у венчурного инвестора, что является, по его мнению, наиболее вероятным путем;
2. Пакет продаётся стратегическому инвестору, с которым владельцы предприятия намерены продолжать бизнес;
3. Третий путь, возможный, пока только теоретически, когда акции инвестора продаются на фондовой бирже;
4. И, наконец, четвёртый – продажа всего предприятия кому-то третьему /120/.

По мнению автора наиболее приемлемый выход из бизнеса и для венчурных инвесторов и для владельцев предприятия будет выкуп пакета акций владельцами предприятия. Причиной этого, на наш взгляд, является тот факт, что большинство отечественных предпринимателей трепетно относятся к потере контроля над предприятием и будут стремиться вернуть эту долю назад. Для венчурного инвестора этот путь также является самым простым.

Россия - развитая страна с образованным населением и значительным научным потенциалом. Она располагает всем необходимым, чтобы превратиться в крупнейший рынок сбыта технологических продуктов, соответствующих мировым стандартам, а главное - стать крупным разработчиком новых технологий.

Достижения российских организаций в разработке технических решений для Запада были несомненными на протяжении десятилетий. Сегодня результаты работы научно-исследовательских институтов, ранее закрытые, и услуги ведущих российских специалистов доступны для коммерческого использования. Тем самым сфера деятельности венчурного капитала существенно расширяется.

Развитая венчурная инфраструктура России может явиться мощным стабилизирующим фактором развития финансов, экономики и политики, то есть областей, от которых зависит жизнь буквально всех. Для этого, по мнению автора, необходимо определить и реализовать следующие направления по созданию в России благоприятных условий для развития венчурного бизнеса.

Этими приоритетами для венчурного капитала и принципиально важных областей его деятельности, по нашему мнению, должны стать:

1. Переориентирование системы налогообложения на получение прибыли, создание понятного механизма взимания налогов и недопустимость обратной силы законов;
2. Изменения в законопроектах, касающихся защиты интересов акционеров, имеющих неконтрольный пакет акций предприятия;
3. Упрощение требований к регистрации венчурных инвестиций, замена разрешительной системы на уведомительную;
4. Создание законодательной базы деятельности венчурных фондов;
5. Создание благоприятных условий для развития малого предпринимательства;
6. Стимулирование развития неформального рынка венчурного капитала.

Система налогообложения предприятий в России, по нашему мнению, пока еще не в полной мере отвечает требованиям рыночной экономики. Налогообложение должно быть основано на конечном результате, таком как прибыль, а не на обороте. Налогообложение должно стимулировать предприятия быть «законопослушными гражданами», а не избегать всяческими путями налогов.

Чтобы распланировать свою будущую деятельность, руководству предприятия необходимо знать уровень налогов для принятия верного решения. Если предстоящие налоги не могут быть надежно просчитаны заранее, вся производственная деятельность может подвергнуться опасности. Это также побуждает компании в качестве подстраховки скрывать свои доходы, что в конечном итоге отрицательно сказывается на экономике страны в целом.

В настоящий момент времени в России основными поставщиками венчурного капитала являются, как уже упоминалось, зарубежные инвесторы. Для привлечения новых и сохранения работающих на российском рынке иностранных венчурных инвесторов необходимо, на наш взгляд, разрешить ряд юридических вопросов.

Во-первых, в настоящий момент в России непродуманна защита прав акционеров, имеющих менее 25% акций, что ограничивает возможности венчурных капиталистов делать небольшие инвестиции в предприятия. Слабая защита может лишить компанию необходимых небольших инвестиций.

Во-вторых, договорные обязательства акционеров должны, по мнению автора, иметь в России более надежную правовую защиту. Учредительный договор нужно использовать для укрепления защиты прав акционеров, не имеющих контрольного пакета, путем предоставления им больших возможностей при решении вопросов управления реальным бизнесом.

Для осуществления венчурных инвестиции в настоящее время требуется много времени и средств, которые тратятся на прохождение регистрационных и разрешительных процедур. Такие органы как Центробанк, Государственная Регистрационная Палата, Министерство по Антимонопольной политике и предпринимательству, Федеральная Комиссия по ценным бумагам, ввели свои собственные процедуры для инвесторов венчурного капитала. Существование такого порядка отталкивает зарубежных венчурных инвесторов и укрепляет их представление о России как о стране, где сложно вести дела. Необходимо максимально упростить эти процедуры для венчурных инвесторов.

Получение государственных разрешении должно быть сведено к уведомительным процедурам. Практикуемая в настоящее время разрешительная система должна применяться, по нашему мнению, лишь в исключительных случаях (алкогольный, табачный, игорный бизнес).

Как уже отмечалось, ни в одном из фондов, инвестирующих в России, практические не присутствуют российские инвесторы. Это, по мнению автора, частично обусловлено ограничениями, налагаемыми законом, который ограничивает инвестиции в фонды для страховых компаний и пенсионных фондов, а также непониманием российскими бизнесменами схемы и принципов венчурного финансирования.

По мнению автора, необходимо изменить существующие правила. Так как вопросы налогообложения венчурных фондов и прочие аспекты их деятельности в России пока не определены (существует только проект

Федерального закона о венчурной деятельности /92/), то практически все фонды, работающие на ее территории, зарегистрированы за рубежом. Поэтому должен быть разработан механизм, который бы в сложившейся ситуации позволил российским инвесторам вкладывать средства в фонды иностранного происхождения, но работающие на территории России.

Для стимулирования развития венчурного финансирования инноваций государство должно, на наш взгляд, предпринять следующие шаги.

1. Создание правовой основы для деятельности венчурных фондов и венчурного инвестирования пенсионными фондами. Опыт зарубежных стран показывает, что изменения в законодательстве, разрешающие пенсионным фондам инвестировать в венчурный капитал, позволяют существенно увеличить предложение венчурного капитала.
2. Создание комплекса косвенных мер поддержки венчурного капитала: развитие вторичных фондовых рынков, развитие предпринимательства в научно-технической сфере, развитие информационной среды, позволяющей малым инновационным фирмам и инвесторам находить друг друга, а также стимулирование кооперационных связей между малыми и крупными предприятиями.
3. Очень актуальна также поддержка государством экспертизы инновационных проектов и развития консультационных услуг для малых предприятий научно-технической сферы, что могло бы увеличить число проектов, соответствующих требованиям, общепринятым в среде венчурных капиталистов.
4. Необходимо так же создание государственных гарантийных фондов, которые позволят уменьшить риск финансирования венчурными фондами инновационных проектов и, тем самым простимулируют их движение от более поздних этапов инвестирования к начальным.
5. Прямое предложение венчурного капитала либо путем создания венчурных фондов со 100% государственным капиталом или гибридных фондов, где определенная доля капитала предоставляется частным сектором. Такая мера государственной политики особенно актуальна для поддержки технологического бизнеса на «посевной» и «стартовой» стадиях.

6. Финансовое стимулирование для инвесторов в форме налоговых льгот (прежде всего по налогу на увеличение рыночной стоимости капитала) и государственных гарантий под кредиты и инвестиции для малых фирм, основанных на технологиях. Изменение в налогообложении оказывает очень сильное влияние на развитие венчурного предпринимательства, что можно проследить на истории развития венчурного капитала в США /117/.

7. Инкубаторы и технопарки традиционно являются способом усилить частные и общественные взаимодействия на региональном уровне для стимулирования экономического развития, обучения предпринимателей и создания высокооплачиваемых рабочих мест. В построении оптимальной классической венчурной триады капитал-проекты-менеджмент роль инкубаторов и технопарков велика. Следовательно, государству необходимо всячески поддерживать создание и развитие бизнес-инкубаторов и технопарков.

Помимо этого правительство и местные административные органы в России должны заботиться о своей части финансирования научно-исследовательских работ чтобы создать условия для развития новых технологий.

Некоторые шаги по стимулированию инвестиций венчурных капиталов в инновационные проекты уже проводятся. Иницируют и финансируют их, помимо государства, зарубежные благотворительные фонды, поддерживающие развитие предпринимательства в России. Например, Британский Совет сейчас воплощает в жизнь программы, способствующие преодолению разрыва между наукоемкими проектами и венчурными инвестициями. Фонд Евразия совместно с федеральным Фондом содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере в 1998-1999 гг. провел программу по развитию консультационных услуг для малых инновационных предприятий. Миннауки и Российский фонд технологического развития совместно с Инновационным Агентством организовали открытый конкурс инновационных научно-технических проектов по тематике «Новая технология – конкретному промышленному предприятию», финансируемый из средств Российского

фонда технологического развития. Минобрнауки РФ достаточно активно поддерживает предпринимательскую деятельность в вузовской среде.

Для изменения ориентиров венчурного бизнеса на финансирование инноваций могло бы, по нашему мнению, стать стимулирование развития неформального рынка венчурного капитала, так как именно «бизнес-ангелы» осуществляют инвестирование в ранние стадии развития предприятий. Создание сетей бизнес-ангелов на базе консалтинговых служб, предоставляющих услуги малым предприятиям в научно-технической сфере, могло бы стать, во-первых, для бизнес-ангелов источником информации о перспективных проектах, требующих инвестиций. Во-вторых, они могли бы способствовать доведению технологических разработок до стадии продуктов, готовых к коммерциализации, и установлению контактов между предпринимателями и инвесторами. В-третьих, они могли бы осуществлять тщательный отбор участников сети, как со стороны потенциальных инвесторов, так и со стороны предпринимателей, нуждающихся в финансовых ресурсах.

Развитие венчурного инвестирования в технологический бизнес следует признать одним из центральных приоритетов государственной политики, поскольку имеется достаточное количество реальных потребителей венчурного капитала – это около 50000 малых инновационных предприятий /14/, а по ряду технологических направлений Россия сохраняет сильные позиции в международной конкуренции и, кроме того, Россия является одной из стран с наиболее мощным человеческим капиталом, который является ключевым ресурсом в экономике, основанной на знаниях.

В этом параграфе автором выделены положительные и отрицательные факторы, влияющие на развитие венчурного предпринимательства в России. Рассмотрено состояние венчурного предпринимательства на современном этапе и предложены основные шаги, которые позволят увеличить предложение венчурного капитала в России.

МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОЛОЖЕНИЯ ПО ОРГАНИЗАЦИИ ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

2.1. Порядок создания венчурных фондов

Порядок создания фондов венчурного капитала определялся автором на основе анализа западноевропейской и российской практики организации венчурных фондов такими управляющими компаниями как ECI Ventures, S J Berwin & Co /144, 23/ и «РАБО-Черноземье» /94/ и адаптации порядка организации к отечественным условиям. Первые две компании являются представителями британского венчурного капитала, наиболее развитого в Западной Европе, третья представляет собой консорциум, состав которого представлен на рисунке 2.1.

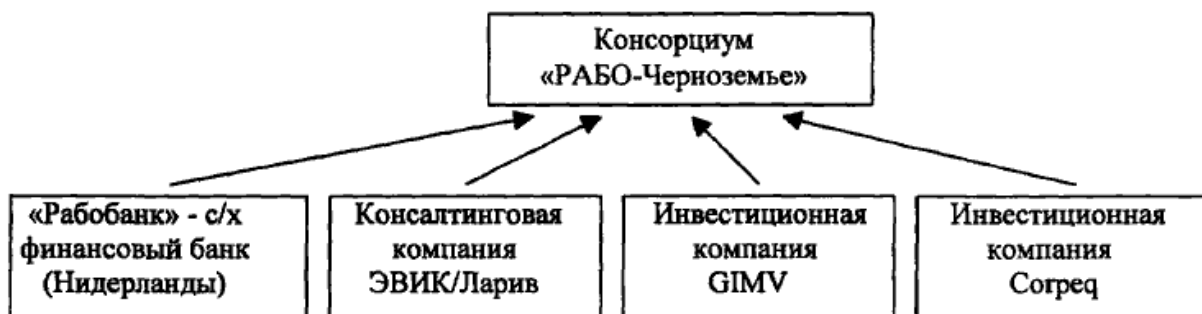


Рис. 2.1. Состав консорциума управляющей компании «РАБО-Черноземье»

Начальный этап организации венчурного финансирования, который начинается еще до момента привлечения средств и организации фонда, – это создание венчурной компании, которая будет привлекать и управлять привлеченными средствами, размещая их по инновационным проектам. Количество членов управляющей компании следует, по нашему мнению,

ограничить 5-7 человеками. Это положение основано на следующих предпосылках.

Американским ученым В. Макги была выведена эмпирическая формула, в соответствии с которой при возрастании количества участников «команды» (первый показатель) число вопросов, требующих согласования (второй показатель), быстро увеличивается: 1-1; 2-2; 3-9; 4-28; 5-75; 6-186; 7-447; 8-1046; 9-2295; 10-5110; 11-11259 /55/. Очевидно, что при разрастании численности «команды» ее участники потонут в согласованиях. Такая «команда» не сможет функционировать без создания внутренней формализованной организационной структуры и жесткого распределения обязанностей. Создание такой структуры уменьшит гибкость управления и, быстроту принятия решений. Помимо того при увеличении численности штата управляющей компании автоматически произойдет рост уровня текущих издержек на управление фондом.

Поэтому количество сотрудников управляющей венчурной компании следует ограничить 5-7 специалистами, чтобы не терялась мобильность фонда, но в то же время, чтобы размер выплат, которые составляют, как правило 1,5-2,5% от размера фонда (привлеченных средств), хватало на покрытие операционных расходов по управлению фондом. Большой штат – означает большие накладные расходы. Однако, очень малый штат может не справиться с потоком дел.

Это подтверждается и практикой венчурной деятельности фондов. Так, штат «Русского технологического фонда» состоит из 4 сотрудников находящихся в Санкт-Петербурге, 1 сотрудника в Лондоне и 1 в Хельсинки /2/. Управляющая компания «РАБО-Черноземье» регионального венчурного фонда, располагающаяся в Воронеже состоит из четырех голландских и двух российских специалистов /94/.

В качестве организационной формы управляющей венчурной компании следует использовать, на наш взгляд, схему «звезда» (рис. 2.2).

Эта форма организации хорошо зарекомендовала себя в небольших организациях, в которых имеется четкое разделение функциональных

обязанностей среди сотрудников /108, с.25/. Руководитель в данном случае реализует линейные (административные) воздействия, а инвестиционные менеджеры выполняют положенные им функциональные обязанности.

Директор управляющей венчурной компанией должен контролировать процесс деятельности инвестиционных менеджеров по отбору проектов, состоянием проинвестированных предприятий, осуществлять подготовку к возврату венчурного капитала и организовывать контакты с инвесторами фонда. В круг обязанностей инвестиционных менеджеров входит поиск проектов для финансирования, проведения процесса оценки привлекательности этих проектов, сопровождение профинансированных предприятий (помощь в управлении и контроль) вплоть до осуществления процесса «выхода».

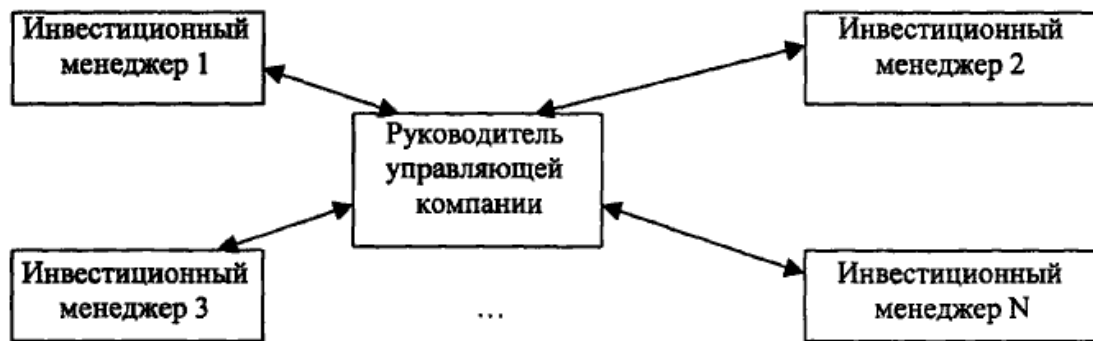


Рис.2.2. Форма организации управляющей венчурной компании

Рассмотрим подробнее организацию процесса создания венчурных фондов и привлечения инвесторов, первого этапа организации венчурного финансирования. Этот процесс носит название «сбор средств». На этой стадии венчурным капиталистам необходимо мобилизовать капитал и наладить отношения с инвесторами. Схему процесса организации венчурного фонда можно представить в следующем виде (рис. 2.3).

1. Проведение маркетинговой деятельности по привлечению инвесторов рискованного капитала:

- определение типа инвестора;
- определение потребностей инвестора.

2. Анализ рынка;
3. Определение инвестиционной политики фонда;
4. Выбор структуры фонда;
5. Определение сроков и условий;
6. Составление информационного меморандума, с использованием информации пп.1-5;
7. Создание фонда и сбор средств;
8. Закрытие фонда.



Рис.2.3. Схема деятельности управляющей компании по созданию венчурного фонда

Эффективный маркетинг и продуктивное общение с инвестором венчурного капитала должны, по нашему мнению, стать для инвестиционного менеджера важными факторами, позволяющими привлечь и удержать инвесторов. Для выполнения этой задачи менеджменту нужно хорошо

преподнести себя, основываясь на тщательном анализе и убедительной аргументации.

Процесс организации маркетинговой деятельности по привлечению инвесторов венчурного капитала следует, по нашему мнению, проводить по следующим этапам:

- выбор инвестора;
- определение требований инвестора;
- налаживание отношения с инвестором.

Природа венчурного капитала такова, что он может быть привлекателен лишь для инвесторов определенного типа. Его неликвидность и высокий уровень рисков означают, что инвесторы должны располагать большими средствами и быть готовы к долгосрочным инвестициям. Еще до создания фонда необходимо провести тщательное исследование инвестиционных рынков, чтобы определить и понять, чего хотят потенциальные инвесторы.

При поиске инвесторов рискованного капитала, необходимо иметь в виду, что они выбирают себе тот или иной венчурный фонд по ряду причин, среди которых наиболее важными являются следующие.

1. Высокая доходность. Это наиболее распространенная, как отмечает Д. Брукс, директор венчурной компании, причина инвестирования в венчурный капитал /144/. Годовая доходность, за рубежом, в 30% является обычной для вложений в венчурный капитал. В России инвестор венчурного капитала, по нашему мнению, может и должен рассчитывать на значительно большее возвращение, т.к. даже «нерисковый» бизнес приносит значительно большие доходы.

2. Долгосрочная перспектива. По своей природе венчурные инвестиции неликвидны, поэтому они требуют дополнительной премии к доходности. По этой причине такие инвестиции привлекательны для инвесторов, у которых, как, например, у пенсионных фондов и страховых компаний, есть долгосрочные обязательства.

3. Научные исследования и разработки. Инвестиции в ранние стадии и в технологические компании может дать крупным корпорациям сравнительно дешевый доступ к новым идеям на рынке.

4. Занятость. Малые предприятия во всем мире очень успешно показали себя в создании новых рабочих мест. Это может стать побудительным мотивом для инвестиций для структур, связанных с исполнительной властью.

При мобилизации капитала необходимо принимать во внимание, что разные типы инвесторов - институциональные, корпоративные и индивидуальные - могут иметь различные запросы. Исходя из проведенного автором анализа деятельности различных управляющих компаний по созданию фондов, можно сделать вывод, что инвесторы венчурного капитала, обычно, принимают решение о вложении средств, оценивая представленные аргументы по шести параметрам:

- качеству анализа рынка;
- продуманности инвестиционной стратегии;
- составу команды менеджеров и их прошлых достижениях;
- структуре фонда;
- детальным условиям и
- срокам участия в фонде.

Результаты анализа рынка должны продемонстрировать инвестору, что компании, подходящие для инвестирования, существуют, что риск неблагоприятных политических изменений низок, и что есть, по крайней мере, несколько способов продажи инвестиций и возврата капитала инвесторам. Венчурный капиталист должен показать, что существует широкий диапазон инвестиционных возможностей, где внешнее финансирование будет приемлемым и желательным. Инвесторов могут, на наш взгляд, особенно привлекать новые рынки, где видна перспектива быстрого экономического роста и где можно осуществлять стратегические исследования и разработки. Инвесторы, зачастую, ищут также подтверждений того, что экономика в конкретной стране благоприятствует предпринимательству. Сюда входят традиции ведения бизнеса и предпринимательского духа, а также

благоприятное правовое регулирование, налогообложение и стабильность политической системы.

Следующий критерий, согласно которому инвестор, вероятно, будет осуществлять выбор фонда будет зависеть от предлагаемой различными фондами инвестиционной стратегии. Именно здесь венчурная компания должна предоставить все свои преимущества относительно конкурентов в плане стадий и секторов инвестирования, потока дел, принятия решений и методов управления.

Критической проблемой для многих инвесторов, как показывает опыт деятельности западноевропейских фондов /144/, является выбор стадии и сектора инвестирования. Поэтому фонду необходимо разъяснить свой подход к этим вопросам. Фонды могут специализироваться на финансировании компаний, находящихся на ранних стадиях либо на стадии расширения, концентрироваться на инвестициях в конкретную отрасль или действовать на рынке как универсальный фонд, инвестируя во все секторы и на любой стадии развития компании. Инвестору необходимо предоставить обоснованный ответ на вопрос, почему фондом избрана именно такая стратегия.

Венчурных инвесторов также должна привлечь активная рыночная стратегия в плане поиска новых инвестиционных возможностей. Инвесторы, обычно, ищут свидетельств того, что управляющие компании ищут самые выгодные сделки. Инвесторам важно знать, что фонд не находится в зависимости от единственного источника сделок либо от большого числа сделок, доставшихся от других венчурных компаний.

Организация процесса отбора возможных инвестиций управляющей компанией, так же находится в сфере внимания инвесторов, особенно международных.

Для инвесторов также может быть важно, какой подход к управлению инвестициями - активный или пассивный - фонд предполагает использовать. Активный подход - «рука на пульсе» предполагает, что представитель венчурной компании войдет в совет директоров инвестируемой фирмы и будет обсуждать основные текущие и стратегические вопросы. Пассивный подход

заключается в том, что инвесторы выполняют роль финансового контрольного органа, который следит за тем, чтобы доходность соответствовала ожиданиям.

Внутренний процесс принятия решений венчурными капиталистами тоже может интересовать инвесторов /144, 23/. Им бывает необходимо оценить относительный вклад каждого из членов венчурной команды, а для этого им важно понимать сам процесс оценки стоимости возможных инвестиций и процесс принятия решений.

Вес, который инвесторы придают каждому из приведенных выше моментов, может быть различным, поэтому менеджеру венчурного фонда важно иметь представление о запросах каждой из ключевых групп инвесторов.

Исходя из зарубежного и отечественно опыта ведения венчурного финансирования, можно утверждать, что большинство инвесторов считают команду менеджеров самым главным критерием, который позволяет определить, поддерживать ли тот или иной фонд /144, 23/. Существует ряд аспектов, относящихся к составлению команды менеджеров, которые необходимо сообщить инвестору. Число членов команды, как упоминалось ранее в этом параграфе, должно соответствовать объему фонда. Предшествующий опыт в венчурном бизнесе, вероятно, одна из самых важных характеристик команды, особенно если это опыт в той же самой области, в которой новый фонд собирается действовать. Однако это не значит, что нельзя мобилизовать фонд без прямого опыта подобного рода: фонд может исходить из того, что в выбранной им инвестиционной стратегии более важны другие навыки и умения, такие как производственный менеджмент или богатый опыт в финансировании.

Прошлые достижения устанавливают ориентиры для расчетов инвестора на будущие доходы. Поскольку история венчурного предпринимательства в России составляет всего порядка семи лет, большинство фондов не будут иметь инвестиционной истории. Для вновь созданных фондов это - одно из сложнейших препятствий, ибо многие инвесторы, на наш взгляд, предпочитают иметь дело с группами, имеющими послужной список с серьезными достижениями. Однако многие зарубежные инвесторы предпочитают опираться

на команды с разными междисциплинарными навыками, которые будут стремиться улавливать новые тенденции и возможности развития.

Под фондом в данной работе понимается пул денежных средств, управляемый самостоятельной управляющей компанией, при этом собственником управляющей компании выступает либо финансовое учреждение, либо ее руководители. Фонд принадлежит инвесторам, которые владеют акциями, долями или паями партнеров с ограниченной ответственностью, в зависимости от структуры фонда.

Венчурный фонд может быть образован либо как самостоятельная компания, либо существовать в форме незарегистрированного образования как ограниченное партнерство. Например, венчурный институт без образования юридического лица может существовать в организационно-правовой форме простого товарищества (глава 55 Гражданского кодекса РФ) /94/.

Закон, регламентирующий венчурный бизнес, в настоящее время отсутствует. Поэтому, основываясь на Гражданском кодексе Российской Федерации, по аналогии с правовыми актами о паевых и пенсионных фондах, в качестве рациональной может быть использована структура: концентратор денежных средств - управляющая компания (рис.2.4).



Рис. 2.4. Состав управляющей компании

Венчурный фонд должен быть оптимально структурирован, что будет зависеть от требований к структурированию, предъявляемых индивидуальными инвесторами в стране, в которой будет осуществляться инвестирование и из которых будет осуществляться управление фондом. Под структурированием венчурного фонда в данной работе понимается выбор определенной правовой формы (юридической) существования фонда.

Помимо правовых и налоговых ограничений существуют ограничения чисто коммерческого плана, которые требуют, чтобы фонд был структурирован соответствующим образом. Наиболее типичной коммерческой структурой фонда венчурного капитала за рубежом, является создаваемый на определенный срок самоликвидирующийся фонд, который образуется в организационно-правовой форме партнерства с ограниченной ответственностью /144/. В рамках этой структуры несколько инвесторов, обязуются в течение срока, на который создается фонд, внести на счет фонда определенное количество денежных средств. Сбор денежных средств пропорционально обязательствам должен осуществляться периодически, по мере того, как в них возникает необходимость для осуществления инвестиций, оплаты издержек и расходов по управлению фондом. Средства необходимо инвестировать сразу же после того, как они собраны. После продажи инвестиций или после получения дивидендов полученные средства сразу же должны быть распределены среди инвесторов. В итоге фонд самоликвидируется сразу после продажи осуществленных инвестиций. Выручка от продаж долей проинвестированных предприятий не реинвестируется.

«Вечнозеленый» фонд - фонд который реинвестируют средства полученные от реализации прошлых инвестиций в новые проекты. Это может длиться длительное время или до какой-то заранее согласованной даты ликвидации. Свои инвестиции в фонд инвесторы смогут реализовать только продав целиком свою долю в фонде, либо дождавшись даты его ликвидации.

Некоторые структуры могут вообще не иметь организационно-правовой формы фонда, выступая в виде инвестиционных клубов или же серий параллельных соглашений между инвесторами и управляющей компанией одного из фондов. Согласно таким соглашениям управляющая компания обязуется осуществить инвестиции от лица инвестора непосредственно в оговоренные компании.

Следующей структурой фонда может являться фонд без права распоряжения. Во всех предыдущих случаях предполагалось, что управляющая компания обладает правомочием распоряжения при управлении фондом. В

некоторых случаях, особенно связанных с соглашениями о параллельном инвестировании, правомочием распоряжения в отношении инвестиций обладает клиент.

При структурировании инвестиционного фонда для индивидуальных инвесторов, по мнению автора, необходимо найти решение вопросов правового регулирования и налогообложения. При этом нередко такие фонды приходится регистрировать в организационно-правовой форме компании, котируемой на фондовом рынке.

Выбирая организационно-правовую структуру венчурного фонда, управляющая компания должна преследовать цели, перечисленные ниже.

1. Ограничение ответственности. Инвесторам необходимо предоставить гарантии того, что их ответственность за судьбу фонда ограничена их долей инвестиций в фонд, поскольку они не будут играть активной роли в управлении средствами.

2. Исключение дополнительного уровня налогообложения. Главное требование заключается в том, чтобы избежать двойной уплаты налогов при получении фондом дивидендов, при получении прироста капитала путем осуществления процесса выхода и при реализации инвесторами своих инвестиций в фонде.

3. Пригодность для любых инвесторов. Желательно иметь единую структуру фонда для любых инвесторов: освобожденных от налогов пенсионных фондов, страховых компаний, банков, производственных или торговых компаний либо частных лиц любой юрисдикции.

4. Простота в управлении. Организационно-правовая форма должна быть проста в управлении, в той степени в какой это совместимо с целями фонда.

Главная проблема, которую необходимо решить при структурировании фондов венчурного капитала, заключается в том, чтобы избежать возникновения двойного налогообложения. Если инвесторы просто вкладывают свои средства в компанию, которая, в свою очередь, осуществляет инвестиции в определенные инвестируемые компании, то налогообложение происходит на двух уровнях: вначале налогами облагаются доходы от продажи финансовой

компанией своих инвестиций, затем - при распределении полученных доходов между инвесторами либо при продаже инвесторами своих долей участия в финансовой компании.

Поэтому основным принципом структурирования фонда венчурного капитала заключается в том, что инвесторам лучше всего будет служить такая структура, которая обеспечит инвестирующим через венчурный фонд по крайней мере такие же условия, как если бы они инвестировали непосредственно в какую-либо компанию.

Избежать двойного налогообложения позволяют два типа структур:

- освобожденные (непрозрачные) структуры;
- прозрачные структуры.

При использовании непрозрачной структуры доходы, получаемые фондом, не облагаются налогами. Вопросы налогообложения появляются лишь при распределении доходов среди инвесторов. Такая структура предполагает использование офшорных компаний либо компаний, зарегистрированных в стране, где действует специально оговоренное освобождение от налогообложения прироста капитала и, возможно, дохода /144/.

В прозрачных структурах, таких как партнерство с ограниченной ответственностью, инвесторы должны платить налог на проданные фондом инвестиции за свою долю в доходе, независимо от того, распределен доход между ними или нет. Полностью прозрачная для налогообложения структура фонда устанавливает такое отношение к каждому инвестору, как будто он сам инвестировал свою долю в каждую из инвестируемых компаний и как будто все доходы и прибыль от каждой инвестированной компании, определенные фондом как его доля, были получены непосредственно от конкретной компании. Использование такой прозрачной структуры, как ограниченное партнерство, сохраняет возможность претендовать на выгоды от действия договора об избежании двойного налогообложения между страной инвестора и Россией (если инвестиции осуществляются в России), сохраняя при этом отношение к доходам от продажи инвестиций как к приросту капитала, а не как к прибыли /90/.

Следующий моментом, который должен быть учтен при создании венчурного фонда – это определение сроков и условий. Если сроки и условия инвестирования не соответствуют ожиданиям инвестора, он, наверняка, не станет инвестировать, даже имея положительное мнение о фонде. Полный набор сроков и условий потребует анализа многих аспектов, которые существенно различны у разных фондов, особенно если они нацелены на разные типы инвестиций (табл. 2.1.). Ниже приводятся некоторые наиболее важные и содержательные, на наш взгляд, аспекты таких различий.

Обычный срок существования фонда от семи до десяти лет с возможностью продления деятельности фонда на два-три года. Стандартный срок устанавливается на десять лет, куда входит около четырех лет инвестиционного периода, а следующие шесть лет - на созревание и выход из инвестиций. Соглашения о создании фондов обычно предусматривают возможность продления их срока жизни примерно на два года, чтобы реализовать инвестиции, которые вовремя не удалось продать.

Таблица 2.1.

Пример сроков и условий, предоставляемых инвесторам венчурного капитала

Сроки и условия	Фонд
1	2
Статус	Частный
Инвестиционная направленность	Финансирование начальных стадий
Размер фонда	50 млн. долларов США
Организационно-правовая форма	Ограниченное партнерство по законодательству России
Минимальная доля одного инвестора	2 млн. долларов США
Срок существования	8 лет + возможное продление на 2 года
Срок инвестирования	До 5 лет
Плата за управление	2,5% от обязательств, с уменьшением на 10% в год начиная с 6-го года

1	2
Иные выплаты	Все выплаты фонду
Процент от будущего дохода	20%
Минимальная доходность	10% с «преследованием»
Срок для внесения своей доли	Уведомление за 14 суток
Распределение поступлений	Максимально быстро
Ограничения на инвестирование	Минимальная инвестиция 2-3 млн. долларов США
Ограничения на мобилизацию новых фондов	Мобилизация новых фондов не допускается в первые 5 лет после закрытия либо до инвестирования 75%
Срок маркетинга	9 месяцев после первого закрытия

Зарубежные инвесторы обычно предпочитают «закрытые фонды». Это значит, что как только подписка на участие в фонде закрыта, размер его увеличивать нельзя. Объем капитала, на мобилизацию которого нацеливается фонд, зависит от нескольких факторов, включая размер команды, число и объемы планируемых фондом инвестиций.

Фондам целесообразно осуществлять сбор средств по принципу «когда нужно». Однако некоторые фонды, в которых действуют периоды обязательств, допускают сбор средств, допустим, только в течение первых пяти лет их существования. Фонд должен предусматривать по возможности максимально быстрое распределение всех доходов и капитала, по мере их поступления в фонд.

При создании фонда может предусматриваться, что 75% инвесторов может в любое время сменить управляющую компанию или генерального партнера, если установлены случаи явных упущений в работе, небрежного выполнения своих служебных обязанностей или неисполнения обязательств.

Расходы по управлению фондом необходимо, по нашему мнению, установить в пределах 2,5% от размера фонда в год. Как показывает анализ деятельности различных венчурных фондов эта сумма будет достаточна для ведения текущей деятельности управляющей компании. Однако инвесторы

будут недовольны видеть центром доходности расходы по управлению. Поскольку инвесторы предпочитают, чтобы расходы на управление зависели от выполненной работы, а не от размера фонда, управляющей компании необходимо использовать «переменный» процент расходов на управление. Фондам целесообразно, по мнению автора, предусмотреть определенный период обязательств, по истечении которого процент на расходы по управлению фондом уменьшается, и этот процент применяется к сумме, собранной к концу периода обязательств. Кроме того, обычно необходимо определить, что расходы по управлению уменьшаются пропорционально стоимости инвестиций, которые уже проданы и выручка от которых распределена. Это продемонстрирует инвесторам то, что венчурная компания настроена на максимизацию доходов фонда, а не довольствуется только текущими выплатами. Однако следует отметить, что такая схема больше подходит венчурной фирме, мобилизующей второй или последующий фонд, поскольку у нее не будет больших начальных расходов, связанных с организацией первого фонда.

Фонд может также предусмотреть организационные расходы в пределах 1% объема фонда. Однако, это почти наверняка не будет приветствоваться инвесторами. Некоторые текущие расходы на деятельность фонда должны покрываться самим фондом. В них могут быть включены расходы на аудит и стоимость любого комитета инвесторов.

Управляющей компании необходимо также предусмотреть определенный процент вознаграждения. Как правило, этот процент рассчитывается после возврата инвесторам все их инвестиции в фонд. По мнению автора, он может быть определен как часть общей прибыли фонда: 80% прибыли фонда делится между инвесторами, тогда как менеджеры фонда получают остальные 20%.

Однако западные инвесторы, зачастую, стремятся преодолеть видимое неравенство, когда менеджер фонда получает фиксированную долю прибыли независимо от того, соответствует ли то, что получают в итоге инвесторы, их ожиданиям /144, 23/. Чтобы гарантировать венчурному капиталисту право на свою долю в прибыли только после того, как разумную доходность на свои

инвестиции получают инвесторы, нами предлагается использовать схему «минимальной доходности». Минимальная доходность может быть фиксированной, плавающей либо ступенчатой. Фиксированная минимальная доходность устанавливается в диапазоне 8-12%. Плавающая минимальная доходность может быть привязана к доходности по государственным облигациям либо определенному индексу фондового рынка. Ступенчатая минимальная доходность позволяет менеджеру фонда увеличивать свое участие в прибыли по мере увеличения доходности у инвестора. Дополнительно возможно применения схемы «преследования», которая означает, что после достижения фондом минимальной доходности менеджер фонда получает право на свой процент от доходов фонда (пока его доходность не «догонит» доходность инвесторов). Если не использовать схему «преследования» минимальная доходность является препятствием, поскольку менеджер участвует только в тех доходах, которые поступают после достижения минимальной доходности.

Для инвестирования всего капитала, венчурному фонду, обычно, требуется четыре года. За исключением случаев чрезвычайно высоких процентов по депозитам, депонированные в банке средства будут очень сильно уменьшать чистую внутреннюю норму доходности фонда, которая используется для оценки результативности венчурного инвестирования. Сегодня, в условиях хорошо развитых телекоммуникаций, целесообразно получать от инвесторов подписной капитал небольшими траншами с уведомлением примерно за две недели.

Неспособность быстро распределить поступления может негативно отразиться на внутренней норме доходности фонда, поэтому распределения следует производить как можно чаще.

Обычно в фондах с фиксированным сроком существования инвесторы не соглашаются на реинвестиции капитала. Даже в случаях, когда инвестиция осуществлялась всего один год, а затем была продана, вырученные средства, по нашему мнению, сразу должны выплачиваться инвесторам.

Управляющей компании следует критически оценить свои сильные и слабые стороны и найти способ представить инвесторам сбалансированный и привлекательный пакет предложений.

Нацеливание на потенциальных инвесторов и идентификация их потребностей является только подготовкой к задаче фактического запуска фонда. Ключевым маркетинговым документом является информационный меморандум, который венчурной фирме необходимо подготовить, распространить а затем довести до конца (пример информационного меморандума в приложении 2).

Первоначальное изучение инвесторов важно как для выявления общих тенденций на рынке венчурных капиталов, так и для получения обратной информации от инвесторов о привлекательности предложения о финансировании. Ключевые потенциальные инвесторы могут быть определены при помощи краткого вводного документа, дающего общее представление об инвестиционной стратегии, команде и некоторых наметок по структуре фонда. Обращения с просьбой прокомментировать и высказать свои предложения может быть хорошим способом для начала диалога с потенциальными инвесторами и получения полезной информации о рынке.

Информационный меморандум или документ о подписке на участие в фонде должен быть ясным и кратким, но в то же время хорошо раскрывать опыт команды и инвестиционную стратегию фонда. Определенной схемы изложения материалов меморандума не существует. Он должен по существу давать ответы на все требования инвесторов, сформулированные выше. Меморандум следует разделить на несколько разделов, например:

- общие сведения - общее представление о фонде;
- возможности - рассматривается сложившаяся на рынке ситуация и инвестиционная стратегия;
- команда - описывается прошлый опыт всех членов команды;
- инвестиционный процесс - определяется процесс принятия решений;
- прошлые достижения - даются детали прошлой успешной деятельности;

• правовые вопросы и налогообложение - рассматривается структура и функционирование фонда.

Поскольку процесс мобилизации капитала носит длительный характер, велика вероятность, что в меморандум не раз придется вносить корректировки. Поэтому лучше указывать в первых вариантах, что это проекты меморандума, а меморандумом назвать только окончательный документ, который будет сформирован ближе к концу процесса маркетинга.

После принятия решения о запуске фонда наступает период маркетинга фонда. Существует несколько подходов к маркетингу фонда: начиная от простой рассылки информационного меморандума инвесторам и последующего отслеживания реакции, до прямых контактов с потенциальными инвесторами, чтобы получить у них предварительную оценку до высылки документа. Какой бы метод ни использовался, важно после встреч с потенциальными инвесторами быстро доводить дело до конца, поддерживать диалог и не допускать, чтобы документы по вашему были отставлены на полку.

По мере того, как инвесторы проявляют позитивный интерес к фонду, формируется «мягкий круг». Теперь компании становится необходимо обратиться к юридическим деталям, распространяя их среди инвесторов для комментариев и получения обратной информации. После получения устных обещаний об инвестировании формируется «жесткий круг», и если при этом достигается минимальный уровень фонда, то открывается путь к первому закрытию. Закрытие позволяет фонду получить мобилизованный на данную дату капитал и начать процесс инвестирования, а также может использоваться для стимулирования других инвесторов к ускорению процесс принятия решения. Однако время первого закрытия должно быть тщательно продумано, поскольку после него обычно есть очень ограниченный отрезок времени, в течение которого необходимо завершить процесс маркетинга и осуществить окончательное закрытие фонда.

После создания фонда и привлечения инвесторов для финансирования инновационных проектов начинается этап непосредственной работы фонда по

поиску, отбору, финансированию, управлению и выходу из проинвестированных компаний.

Таким образом в качестве организационной формы управляющей венчурной компании следует использовать схему «звезда». Процесс организации венчурного фонда следует проводить по этапам:

- проведение маркетинговой деятельности по привлечению инвесторов;
- анализ рынка;
- определение инвестиционной политики фонда;
- выбор организационно-правовой структуры фонда;
- определение сроков и условий;
- составление информационного меморандума;
- создание фонда и сбор средств;
- закрытие фонда.

Выполнение этих этапов должно позволить менеджерам управляющей компании в привлечении инвесторов и создании фонда.

2.2. Организация процесса венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий

После завершения процесса привлечения средств инвесторов и закрытия венчурного фонда наступает этап венчурного финансирования. Он включает в себя следующие процессы:

1. Привлечения проектов для финансирования или процесс по созданию «потока сделок»;
2. Отбора инвестиционных предложений или процесс «тщательного изучения»;
3. Непосредственного инвестирования;
4. Пост-инвестиционного менеджмента.

Результатом этих процессов будут являться соответственно:

1. Создание базы данных инвестиционных предложений и налаживание контактов с предпринимателями.

2. Инвестиционный меморандум.
3. Приобретение пакета акций инновационного предприятия.
4. Помощь в управлении проинвестированным предприятием и осуществление контрольных функций за деятельностью предприятия.

Схема организации процесса венчурного инвестирования, по нашему мнению, тогда будет выглядеть следующим образом (рис. 2.5).

Под «потокem сделок» будем понимать число инвестиционных возможностей, которые рассматривает венчурный капиталист за единицу времени. «Поток сделок» предоставляет венчурному капиталисту «сырье», из которого он должен будет выбрать тех предпринимателей, с которыми ему придется иметь дело на протяжении длительного времени.

Венчурный капиталист может использовать следующие пути для нахождения выгодных ему инвестиционных возможностей.

1. Изучение предложений, поступающих от предпринимателей. Главная проблема с таким потоком заявок состоит в том, что в этом случае предварительного контроля качества. Его необходимо организовать, чтобы сразу отсеять неперспективные проекты.
2. Самостоятельный поиск привлекательных инвестиционных возможностей. Необходимо исследовать растущие секторы в промышленности. Для этого нужно выбрать несколько интересных компаний, что легко сделать, просмотрев текущие отчеты, статьи в прессе и т. п. Прежде чем обратиться к этим предприятиям, необходимо получить информацию об управляющем звене, его истории и положении товара на рынке.
3. Создание сети советников и референтов из частных лиц и учреждений, которые будут направлять предпринимателей к венчурному капиталисту. Большая часть выгодных сделок за рубежом заключается по чьей-то прямой или косвенной рекомендации. Для получения хороших отзывов, венчурному капиталисту нужно создать широкую сеть таких «референтов». Ими могут стать как организации, так и частные лица, которые находятся в постоянном контакте с предпринимателями. У каждого из таких референтов наверняка будет собственный интерес в возможной инвестиции. Но их рекомендация

оказывается более ценной тем, что они лично заинтересованы в удачной сделке. Вот почему, хотя рекомендованные сделки составляют обычно только 25% поток сделок за рубежом, более 95% всех реализуемых инвестиций - это рекомендованные сделки /50/.

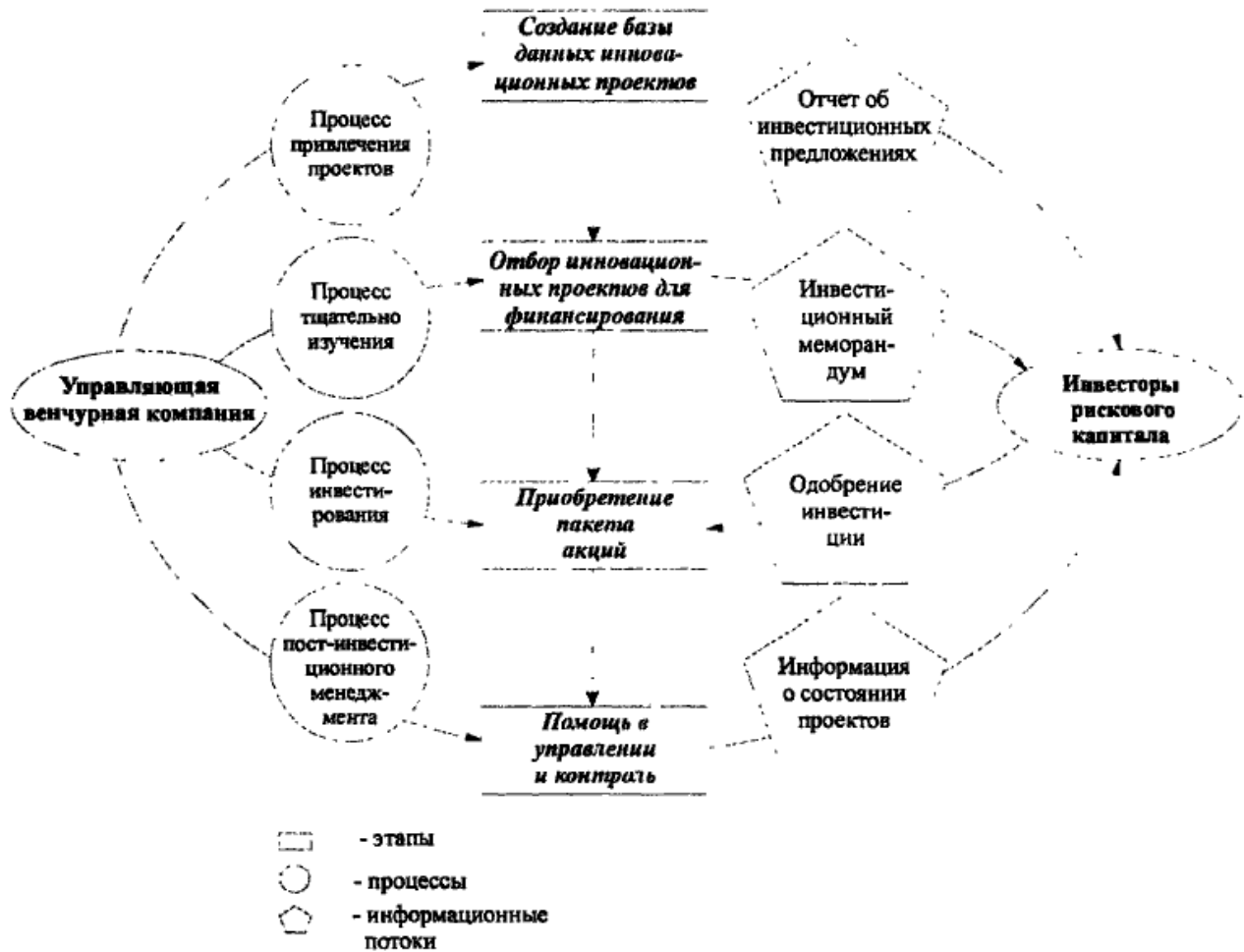


Рис. 2.5. Схема организации процесса венчурного финансирования

Автор считает, что лучшим вариантом является совместное использование необходимого в данных условиях сочетания этих трех способов.

Венчурный финансирование является сложной финансовой услугой и добиться успеха, на наш взгляд, можно только за счет тщательно разработанной маркетинговой политики. Весь процесс венчурного финансирования должен рассматриваться с точки зрения конечного результата, т.е. с позиции потребителя венчурного капитала - предпринимателя. Венчурному капиталисту

необходимо заботиться не только о том, чтобы собрать деньги, но и о том, чтобы сформировать свой имидж на рынке, который должен быть привлекателен для предпринимателей. Такая маркетинговая стратегия должна стать неотъемлемой частью венчурного бизнеса и поддерживаться ведущими менеджерами управляющей венчурной компании.

Для формирования на рынке необходимого представления о венчурной компании, нужно выйти на него с информацией по трем основным параметрам:

- инвестиционной стратегии предприятия;
- репутации управляющей компании;
- о дополнительных услугах, предоставляемых компанией предпринимателям.

Инвестиционная стратегия фонда венчурного капитала должна быть изложена в его проспекте или в уставе. Несмотря на то, что сейчас активной конкуренции между венчурными фондами в России не наблюдается, ввиду их малого количества, по нашему мнению, все-таки нужно выделить позицию фонда от позиции его конкурентов. Важное значение здесь имеют этапы, на которых осуществляется инвестирование, а также специализация фонда на определенных отраслях промышленности. Необходимо указать, кроме того, региональные, национальные или континентальные ограничения для инвестиций.

Профессиональная репутация является главным критерием для того, чтобы предприниматель выбрал путь, предложенный венчурным капиталистом. Репутацию частично создает молва, которой трудно управлять. Особое внимание следует уделять сохранению конфиденциальной информации и последовательности действий в критических ситуациях. Чтобы создать нужный имидж, в публикациях можно использовать информацию об удачных инвестициях в прошлом, примеры выведения компаний на фондовый рынок и автобиографические данные об основных инвесторах фонда.

Большинству предпринимателей, обращающихся к венчурным фондам помимо финансирования необходим также опыт успешно растущих компаний, доступ к международным сетям информации и к специалистам, повышение

кредитоспособности инвестируемой предприятия, профессионализм и независимость совета директоров, включение дополнительных членов в команду менеджеров и т. д. Все это они рассчитывают получить как часть венчурного финансирования.

Для привлечения внимания предпринимателей к фонду, венчурным капиталистам необходимо предпринять следующие ходы:

1. Реклама услуг фонда в специализированные финансовых изданиях;
2. Интервью и статьи в прессе;
3. Распространению информационных материалов о фонде;
4. Использование возможностей международной компьютерной сети Интернет;
5. Участие на презентациях и конференциях, инвестиционных форумах;
6. Создание сети референтов.

Реклама услуг фонда венчурного капитала в финансовых газетах, журналах и специализированных изданиях, позволит не только приобрести определенный статус на рынке, но и создать широкую аудиторию для делового общения. Без достаточно агрессивной рекламной компании трудно добиться известности фонда и притока инвестиционных предложений.

Интервью и статьи в прессе позволяют более доходчиво, чем в рекламе, сообщить ключевую информацию о венчурном фонде, особенно если при этом происходит обсуждение насущных проблем с партнерами и посредниками.

Среди прочих печатных публикаций, которые можно использовать для привлечения внимания предпринимателей к фонду, можно отметить брошюры, годовые отчеты и информационные листки. Адекватная графика и доступное содержание этих материалов создают образ профессионального и надежного венчурного фонда.

Интернет предоставляет несравнимые удобства в распространении информации. Страничка в международной сети Интернет поможет сделать фонд более заметным и доступным для предпринимателей.

Выступления на презентациях и конференциях также позволит привлечь внимание к фонду. Для аудитории, мало знакомой с проблемами венчурных

инвестиций, что непосредственно относится к российским предпринимателям, можно и нужно подготовить какой-то единый стандартный набор хороших информационных материалов по нескольким ключевым аспектам бизнеса.

Для увеличения потока сделок западноевропейские венчурные капиталисты используют также инвестиционные форумы /144/. В нашей стране это не частные события, однако могут оказаться продуктивными, так как посещаются предприятиями, которые заинтересованы в получении финансирования. Такие ежегодные конференции могут позволить получить свежую информацию о состоянии дел в нужной для фонда области и создают условия для важных неформальных контактов.

Следующим шагом процесса организации венчурного финансирования на этапе привлечения инвестиционных возможностей, после привлечения потока сделок является процесс управления потоком сделок, поступающих от предпринимателей.

Регистрация инвестиционных возможностей – является начальной точкой процесса организации управления потоком сделок. Необходимо создать базу данных, куда поступают все релевантные проекты и с помощью которой можно готовить отчеты о продвижении проектов по этапам и статистические обзоры. Для этого, по нашему мнению, могут быть использованы стандартные программы, типа Microsoft Access, которые пригодны и для персональных компьютеров и сетей.

Порядок обработки поступающей информации может, по мнению автора, выглядеть следующим образом. При любом обращении прежде всего необходимо определить, входит ли предложение в сферу интересов фонда. Все предложения, не удовлетворяющие этому условию, сразу отвергаются и не регистрируются. Все прочие предложения регистрируются и по ним дается начальный обзор на основе анализа документов и/или телефонных бесед. Решение об отказе по проектам которые не представляют интереса для венчурного фонда сообщается стандартным письмом предпринимателю, которого необходимо поблагодарить за предложенную возможность инвестировать в его компанию.

Если предложение представляется действительно интересным, предпринимателя, по нашему мнению, лучше пригласить для личной беседы, чем тратить время на анализ бизнес-плана. Венчурный капитал - бизнес, в котором основную роль играют люди, поэтому всегда стоит встретиться с ключевой фигурой сделки. На основании полученной от предпринимателя информации нужно принять решение об отказе от сделки или о том, чтобы начать детальную процедуру тщательного изучения.

На уровне первой встречи вся информация должна остаться строго конфиденциальной в сугубо профессиональном плане. В самом начале тщательное изучение должно быть подписано соглашение о конфиденциальности, которое устанавливает, что вся получаемая информация используется лишь для определения возможностей инвестирования.

Статистика зарубежного венчурного предпринимательства показывает, что более 95% предлагаемых проектов не получают инвестиций /50/. Умение отказать в инвестировании также составляет важную часть венчурного бизнеса.

Обобщенные формуляры предложений должны регулярно готовиться для информирования инвесторов венчурного фонда о том, какова ситуация с поступлением инвестиционных возможностей. Обзоры по новым предприятиям могут дать инвесторам важную информацию о новых тенденциях в технологиях и на рынках. Фонду необходимо приготовить либо перечни с кратким описанием сущности проекта, либо графики, где данные разбиваются по отраслям промышленности и этапам инвестирования.

Следующим этапом в процессе организации венчурного финансирования является процесс отбора инновационных проектов – процесс «тщательного изучения».

«Тщательное изучение» включает в себя полное обследование и весь аналитический процесс, на основе которого принимается решение об инвестировании. Целью процесса тщательного изучения является определение привлекательности сделки, ее рисков и других проблем. Качественное выполнение этого процесса должно позволить менеджерам фонда принять

нужные решения, оптимизировать условия сделки и подготовиться к эффективным действиям после инвестирования.

При принятии решения, венчурный менеджер должен опираться не только на сведения, представленные ему предпринимателями, которые нуждаются в инвестициях. Венчурному капиталисту необходимо расширять рамки и источники доступной ему информации. Это связано как с тем, что от предпринимателя можно ожидать приукрашивания реального положения, так и с тем, что он просто может не замечать проблем, существенных с точки зрения интересов инвестора. Менеджеру венчурного фонда необходимо рассмотреть ряд стратегических, долговременных факторов, проводя анализ «чувствительности» (по худшему сценарию) или анализ по типу «сила-слабость». Такой анализ должен позволить менеджерам обсудить между собой возможность инвестирования и принять оптимальное решение.

Информация, полученная в процессе тщательного изучения, является отправной точкой при формировании структуры сделки, а также может быть важна для того, чтобы убедить возможных партнеров присоединиться к сделке.

В ходе проведения тщательного изучения должна быть сформирована общая картина об управлении предприятием, причем в первую очередь эта картина не должна быть противоречивой. Ни в коем случае нельзя инвестировать туда, где обнаружены неустраненные противоречия в результатах разных проверок, между бизнес-планом и справкой по биографическим данным о менеджерах или между заявлениями и реальными действиями.

Бизнес-план является отправной точкой всего процесса тщательного изучения. Тщательное изучение должно соответствовать разделам бизнес-плана.

Работа менеджера венчурного фонда предполагает, что ему придется делить свое время между несколькими проектами, которые достойными внимания. Поэтому очень важно структурно организовать и управлять процессом тщательного изучения. Это относится как к процессу принятия венчурным фондом внутренних решений, так и к подготовке информации.

Если компания заинтересовалась проектом, нескольким инвестиционным менеджерам, согласно их квалификации, интересам и загруженности, дается задание разобраться в том, почему необходимо (или нельзя) инвестировать данный проект, в чем основные проблемы, и как лучше проводить процесс «тщательного изучения». Все это излагается в «Предложениях по проекту». Обсуждение предложений по проекту партнерами обеспечивает то, что все партнеры участвуют в процессе тщательного изучения, используя не только свой коллективный опыт, но и широкие связи каждого.

Предложение по проекту обеспечивает основу для принятия решения об инвестировании, так же как и об объеме и условиях предоставления выделяемых ресурсов. Проекты должны обсуждаться еженедельно. Обычно каждый менеджер фонда ведет несколько проектов одновременно. После завершения процесса тщательного изучения проект должен быть утвержден для инвестирования на основании «Предложения по инвестированию» или «Инвестиционного меморандума» /144/. Этот документ, помимо описания бизнеса и т. п., должен включать в себя соображения насчет «оптимистического» и «пессимистического» вариантов реализации проекта, содержание сделки и план действий после инвестирования.

Многие предложения отпадают уже на начальной стадии проведения тщательного изучения. Поэтому прежде чем идти на большие расходы необходимо последовательно, шаг за шагом, отпускать на проведение процесса тщательного изучения небольшие ресурсы, после чего внимательно анализировать полученные результаты. Такой поэтапный процесс должен, на наш взгляд, включать в себя:

1. Анализ бизнес-плана;
2. Знакомство с менеджерами и посещение производства;
3. Самостоятельное изучение рынков и технологий;
4. Решение вопроса о сделке по результатам тщательного изучения;
5. Проведение детального изучения с привлечением внешних экспертов.

Проект, на основе бизнес-плана, следует проверить на соответствие основным требованиям венчурного фонда по следующим параметрам: стадия

инвестирования, общие перспективы, технологии, отрасль промышленности и партнеры. Прежде чем инвестировать проект необходимо выработать оценку «пессимистического» варианта развития бизнеса. Главная цель, которую преследует эта оценка - удостовериться, что и в худшем случае бизнес останется достаточно жизнестойким, чтобы обеспечить приемлемую доходность. Это нередко составляет часть «анализа чувствительности», который позволяет увидеть суть предлагаемой бизнес-планом модели бизнеса, оценивая ее финансовую (и доходную) реакцию на изменения рынка. Рассмотрев результаты «анализа чувствительности» (который можно провести с помощью внешних экспертов), венчурный капиталист получает основу для обсуждения с командой менеджеров на следующей стадии.

Если бизнес-план отвечает основным инвестиционным критериям, необходимо организовывать встречу с командой менеджеров предприятия. Главная цель в этом случае - получить представление о самом бизнесе и о том, какие задачи ставят его менеджеры. Таким образом можно будет предложить структуру начального финансирования сделки, а значит - получить исключительное право на ее разработку.

В ходе обсуждения сделки с руководством предприятия следует сформировать систему основных данных по рынкам, конкурентам, технологиям, важнейшим потребителям продукции и поставщикам, используя для этого доступные исследования рынков, банки данных, публикации в прессе, годовые отчеты и т. п. Важные детали должны собираться и обобщаться. Эти данные могут быть точкой отсчета для оценки эффективности предприятия, а также ее планов.

Следующий этап тщательного изучения ведет к расширению внешних контактов, что не только увеличивает расходы, но и приближает время заключения сделки. Если проект привлекателен для финансирования это становится все более очевидным. На этом этапе следует заключить соглашение с руководством предприятия о возможном инвестировании и соответствующих условиях инвестирования. Соглашение должно быть заключено по таким базовым показателям, как оценка стоимости, общий объем сделки, по

партнерам и по общей структуре сделки. При этом оговариваются исключительные права на заключение сделки в течение определенного срока. Однако в любом случае венчурный капиталист должен всегда иметь возможность не заключать сделку, если какой-нибудь важный аспект предложенного проекта окажется несостоятельным по результатам тщательного изучения. Поскольку расходы на привлечение внешних экспертов могут быть существенными, между сторонами должно быть достигнуто соглашение о том, кто оплачивает расходы по проведению процесса тщательного изучения, причем в обоих случаях: как при заключении, так и не заключении сделки.

В зависимости от природы сделки нередко могут потребоваться разные внешние эксперты для оценки особых аспектов проекта. Одна группа экспертов может быть нанята для оценки технической стороны проекта, вторая - может состоять из клиентов, поставщиков, конкурентов, коллег, инициаторов и бывших служащих такого же бизнеса. Если речь идет о финансировании начальных этапов развития предприятия в области высоких технологий, могут понадобиться технические эксперты из институтов, патентные поверенные и консультанты по исследованию рынка.

Чрезвычайно важен инструктаж внешних экспертов. Нужно ясно указать каждому его особую задачу и область действий, необходимую глубину анализа, сферу компетенции и степень ответственности, ожидаемую от каждого эксперта. Это поможет избежать разочарований в связи с тем, что получаешь либо слишком много советов, либо слишком мало, либо слишком широкие заключения, либо слишком узкие. Ответность должна быть детализована в письменной форме, что может быть важно для дальнейших ссылок и для включения сделки в тот или иной синдикат.

Наилучший эффект от внешних консультантов может достигается, по нашему мнению, только тогда, когда их рано привлекают и обеспечивают полный доступ к любой нужной им информации.

Самым важным источником информации о предприятии, по мнению Д.В. Хайнинга, остаются люди, вовлеченные в данный бизнес: клиенты

предприятия, поставщики, служащие и т. д. /23/. Необходимо как можно чаще встречаться с такими людьми.

Основные моменты, которые должны быть учтены при организации процесса тщательного изучения, по нашу мнению, следующие:

- тщательное изучение нужно проводить по этапам, чтобы свести к минимуму время и расходы;
- тщательное изучение должно быть тщательным, чтобы его можно было завершить разработкой надлежащей структуры заключаемой сделки;
- тщательное изучение одинаково важно как для того, чтобы обеспечить эффективный мониторинг после инвестирования, так и для того, чтобы обратить внимание на слабые позиции.

По результатам исследования, если принимается положительное решение, составляется инвестиционное предложение или меморандум (см. приложение 3), в котором суммируются все выводы и формулируется предложение для инвестиционного комитета, который выносит окончательный резюме о целесообразности финансирования данного проекта.

Если инвесторами принято положительное решение о финансировании инновационного проекта, то наступает следующий этап венчурного финансирования – структурирование сделки.

Структурированная сделка - это зафиксированная в правовом соглашении, устанавливающем отношения между различными сторонами, заинтересованными в предприятии, форма организации деловой операции. Поскольку финансовые документы стали более сложными, различия в них существенно увеличились.

Основные альтернативы включают акцию, квази-акцию и долг (вексель). Комбинация этих документов будет иметь непосредственное воздействие на заключительное возвращение от инвестиции и позволит уменьшить риски финансирования. Эффективное финансовое структурирование обеспечит защиту с «нижней стороны», если бизнес придёт в упадок, тогда как сохранение доступа к верхней границе вознаграждается, если предприятие превышает проектируемое значение.

Когда принято решение о форме структурирования сделки, следующий шаг – процесс непосредственного инвестирования.

Размер инвестируемых средств и доля в финансируемом предприятии может меняться в зависимости от стратегии фонда. Обычно венчурный фонд не должен, по нашему мнению, претендовать на долю, большую 50% уставного капитала. Обладание контрольным пакетом накладывает на собственника огромные обязанности в плане управления профинансированным предприятием, а небольшое количество штата венчурной компании не позволяет это делать. Следовательно, венчурной компании следует, по нашему мнению, ограничиться приобретением 25-49% акций предприятия.

После приобретения пакета акций наступает длительный «пост - инвестиционный период» - процесс взаимодействия венчурного капиталиста и предпринимателя.

Как уже отмечалось нами ранее, в отличие от всех остальных форм финансирования, при венчурном финансировании инвестор остается включенным в дела получившей инвестиции предприятия. Различают два уровня такого участия: активное («рука на пульсе») и пассивное («без контролирующего участия»). Участие на уровне «рука на пульсе» обычно связывают с ранними стадиями инвестирования, тогда как поздние стадии ассоциируются с пассивным менеджментом /144/. При этом существует достаточно четкая связь между степенью риска и уровнем участия инвестора в работе предприятия. С более молодыми предприятиями связаны большие риски, чем с более зрелыми.

Для венчурного капиталиста главный инструмент получения прибыли не предприятие, а инвестиции в компанию. Поэтому в центре внимания у него должно быть управление инвестициями. Венчурный капиталист должен, по мнению автора, управлять инвестициями и осуществлять мониторинг предприятия.

Поскольку сами инвестиции делаются из расчета на лучшее развитие событий, а они обычно развиваются своим, не всегда полностью соответствующим бизнес-плану путем, то реальность требует оперативных

действий. Со всеми отклонениями от плана обязано справляться руководство предприятия, однако венчурному капиталисту необходимо заботиться о собственных инвестициях и принимать участие во всех крупных решениях по этим проблемам или даже использовать свое право вето. Поскольку он притязает на участие в принятии важнейших решений, ему следует осознавать, что он становится действующим лицом в своих собственных инвестициях. Это похоже на предпринимателя, который одновременно является инвестором и менеджером предприятия. По этой причине пост-инвестиционный период, на наш взгляд, оправданно называют «венчурным менеджментом» /23/, основой которого является тесное сотрудничество с менеджментом проинвестированного предприятия.

После заключения сделки венчурный капиталисту необходимо интересоваться финансовой отчетностью и контролировать её совместно с командой менеджеров предприятия. Венчурный капиталист должен быть столь же хорошо информирован об изделиях, рынках, технологии и т. д. после заключения сделки, как и в момент проведения процесса тщательного изучения. Ему необходимо регулярно общаться с сотрудниками предприятия, помимо менеджеров. Для предпринимателя важно чтобы венчурный капиталист стал его «спарринг-партнером», чтобы была создана база для хорошего управления инвестициями, основанная на сотрудничестве.

Рассмотрев основные причины необходимости действия венчурного капиталиста как действительного партнера предпринимателя, особенно на начальных стадиях развития предприятия, перейдем к процессу организации их взаимодействия.

Очевидно, что венчурным капиталистам не следует заключать сделки с теми предприятиями, где нет профессионального финансового управления.

Для того, чтобы венчурный капиталист имел возможность реализовать измененную стратегию, даже если он не обладает контрольным пакетом акций, у него должно быть зафиксированное в документах право инициативы в продаже предприятия, либо он должен суметь убедить других акционеров в том,

что такое изменение стратегии будет самым лучшим для предприятия, а тем самым для всех акционеров.

Для хорошего венчурного менеджмента необходима практически та же информация, которая требовалась при принятии решения об инвестировании. Источники получения информации те же самые, которые были использованы на этапе тщательного изучения: это не только информация, полученная от инвестированной предприятия, но и информация, добытая из различных внешних источников. Однако одной лишь этой информации на этом этапе недостаточно. Требуется также ее квалифицированный анализ.

Венчурному предпринимателю необходимо организовать поступление к нему минимального объема финансовой информации, которая может быть получена из следующих документов:

- ежемесячный отчет о прибылях и убытках предприятия;
- квартальные отчеты о прибылях и убытках с приложенной балансовой ведомостью;
- квартальный прогноз реальных денежных потоков;
- сметы доходов и расходов на год.

Для компаний на начальных этапах развития необходимо получить более детальные и оперативные сведения о денежных потоках - в этих случаях требуются помесечные прогнозы денежных потоков. Венчурный капиталист должен проявлять в данном вопросе строгость и не допускать задержку информации.

По крайней мере ежеквартально менеджеры должны представлять венчурному капиталисту свой отчет о развитии предприятия. В нем финансовая отчетность сопоставляется со сметой и дается анализ причин расхождений. В отчете должны быть также отражены и другие аспекты развития предприятия. Например, изменение числа служащих, в каком состоянии находится разработка новых изделий, какие перспективы у новых направлений бизнеса, наличие или отсутствие крупных новых заказов и/или проектов и т. п. Особое внимание следует уделять упущенным заказам и проектам. В этом же отчете также должна содержаться точка зрения руководителей предприятия о перспективах

развития рынка, на котором действует предприятие; сведения о конкуренции, новых изделиях, технологиях и тенденциях.

Венчурному капиталисту следует продолжать сбор внешней информации по изделиям, технологиям, рынкам, конкурентам и потребителям продукции. Управлять инвестицией можно лишь на основе достоверной информации, а у большинства менеджеров, по нашему мнению, практически всегда отмечается определенный субъективизм оценки собственного бизнеса.

Всякую информацию необходимо довести до уровня удобных канцелярских файлов. Поэтому обработка информации должна быть умело организована. Чтобы стандартизовать информацию, можно составлять все отчеты разных компаний в одном и том же формате, используя в качестве образца, например, формат первоначального инвестиционного предложения. Таким образом, инвестиционная заявка вместе с ежеквартальными отчетами может стать «официальной» справкой для венчурного капиталиста по поводу того, насколько успешно идет инвестирование. За счет этого можно будет добиться, чтобы ни одно из обстоятельств, считавшихся важным на момент инвестирования, не было упущено. А при необходимости работа с данным инвестиционным проектом может быть легко передана другому менеджеру. Информация, собранная по одному инвестиционному проекту, может оказаться важной и полезной для другого инвестиционного проекта. Создание гибкой базы данных может помочь процессу накопления информации о финансируемых проектах.

Положение венчурного капиталиста должно быть формализовано относительно инвестированных средств, для того чтобы иметь возможность принудительно получить нужное ему право на участие в делах предприятия. Правовое урегулирование этих моментов должно содержаться в соглашении об участии или в соглашении между акционерами. Для этого существует две позиции, которые венчурный капиталист может занять. Во-первых, он может занять положение «привилегированного» акционера, который обладает особыми правами по сравнению с обычными правами акционера,

предусмотренными уставом предприятия. Во-вторых, ему может потребоваться место в совете предприятия.

Наблюдательный совет, по мнению Т. Нагтегаала, лучшее место для воздействия на руководителей предприятия, оказания им помощи и действий в качестве их спарринг-партнера /23/. Велика вероятность, что интересы венчурного капиталиста будут отличаться, а возможно даже противоречить интересам других акционеров предприятия.

Поэтому, с одной стороны, венчурному капиталисту нужно место в контрольном совете, где он может решать задачи венчурного менеджмента. А с другой стороны, венчурному капиталисту необходимо положение «привилегированного» акционера, дающее возможность принудить к действиям, которые могут понадобиться для получения максимальной доходности от инвестиций. Основываясь на своем положении «привилегированного» акционера, венчурный капиталист должен претендовать на право «вето» в отношении важных решений.

Поддержание отношений плодотворного сотрудничества с менеджментом профинансированного предприятия и помощь в решении важных проблем составляют необходимые элементы организации пост-инвестиционного процесса венчурного финансирования.

Организацию отношений управляющей команды и инвестора рискованного капитала нельзя выделить в отдельный этап. Поддержание постоянных контактов с инвесторами необходимо на всех стадиях венчурного финансирования. Хорошие рабочие отношения с инвестором - это долгосрочный собственный интерес венчурного предприятия.

Управляющая компания должна представить инвесторам годовой финансовый отчет, подтвержденный аудиторской фирмой. В отчетах следует освещать основные события за отчетный период, отражать любые изменения по каждой инвестиции портфеля, пояснения любых изменений в продвижении вперед либо в оценке стоимости, отчет об эффективности фонда и неподтвержденные аудитором финансовые отчеты. Инвесторов в первую очередь их интересуют изменения в команде менеджеров фонда, в стратегии

фонда, инвестиционные возможности, новые инвестиции, проданные инвестиции и эффективность работы фонда.

Однако в настоящее время многие зарубежные фонды представляют гораздо больше письменной информации, а также организуют множество встреч с инвесторами для того, чтобы налаживать с ними отношения /144/.

Многие зарубежные фонды предусматривают такие структуры, как «Комитет инвесторов» или «Совет консультантов». Фонд может использовать такую структуру для общения с инвесторами. Комитет может заседать один-два раза в год для обсуждения вопросов фонда /25/. Использование в российской практике венчурного финансирования «комитета инвесторов» может, по нашему мнению, позволить наладить дружеские отношения с инвесторами.

В этом параграфе нами, на основе изучения западноевропейской практики венчурного финансирования, автором предложены рекомендации по организации процессов по привлечению инвестиционных проектов, тщательного изучения и пост-инвестиционного менеджмента. Помимо этого описано, как российский венчурный предприниматель должен наладить и поддерживать отношения с инвесторами венчурного капитала, т.к. они являются одними из ключевых фигур рискованного бизнеса.

2.3. Методические положения по осуществлению возврата венчурного капитала

Одним из заключительных этапов венчурного финансирования является процесс возврата венчурного капитала или процесс «выхода» венчурного инвестора из этого предприятия.

Создание системы организации процесса выхода из проинвестированных предприятий особо актуально для России, т.к. много фондов венчурного капитала /19/ отработали уже около семи лет, приобрели акции российских предприятий и уже подходит время для возврата капитала. Следовательно, помощь в определении способа выхода из проинвестированных предприятий и организация этого процесса для осуществления последующих выходов, поскольку это будет происходить впервые в России, жизненно необходима для

отечественных венчурных предпринимателей. Многие отечественные ученые отмечают факт отсутствия опыта в осуществлении выхода из проинвестированных предприятий. Так, П. Гулькин указывает на то, что «существует несколько альтернатив расставания с компанией, однако российская практика «выхода» венчурных инвесторов из проинвестированных компаний еще пока не сложилась» /36/. А.В. Власов придерживается того же мнения: «В общем, существует несколько возможностей и несколько путей (выхода – прим. автора), но как это будет происходить в России, пока не совсем понятно» /50/.

Некоторые из венчурных капиталистов рассчитывают на стратегических партнеров, считая что предприниматели не смогут выкупить акции /50/, другие наоборот настроены на обратный выкуп пакета по его текущей стоимости или его продаже другому стратегическому инвестору, с которым владельцы предприятия намерены продолжать бизнес /31, 120/. Расхождение мнений наблюдается и по отношению к выходу путем продажи акций на фондовом рынке. Э. Джонсон, генеральный директор Фонда долевого участия в малых предприятиях, считает, что вариант когда акции продаются на фондовом рынке «теоретически ... возможен, но практически пока, наверное, неосуществим» /120/. А.В. Власов надеется на установление отечественного фондового рынка /50/, что подкрепляется созданием в Санкт-Петербурге «Рынка роста Санкт-Петербурга» /31/. Его суть заключается в создании нового сегмента на Санкт-Петербургской Валютной Бирже для акций быстрорастущих и инновационных компаний /102/. В случае его успешной реализации, по нашему мнению, будет создана модель рынка с повышенной прозрачностью и ликвидностью, что должно позволить дополнительно привлечь российских и зарубежных инвесторов и, следовательно, даст венчурным предпринимателям еще один путь для осуществления процесса выхода.

Зарубежный опыт венчурных капиталистов в проведении выходов показывает, что наиболее существенное влияние на выбор подхода к организации процесса выхода имеет степень зрелости рынка венчурных капиталов в стране /23/.

Можно выделить несколько подходов к организации процесса выхода. Условно их можно разделить на активный подход, пассивный и сочетающий в себе определенные моменты первых двух.

Инвестор, придерживающийся активного подхода планирует выход с первого дня, а время и способ выхода он должен выбирать, ориентируясь на текущую доходность либо на внутреннюю норму доходности.

Венчурный капиталист, придерживающийся пассивного подхода, часто инвестирует на более долгосрочной основе, не имеет своего плана выхода, рассчитывая получать свой доход ежегодными дивидендами. Обычным путем выхода для него оказывается погашение акций компанией либо выкуп его доли менеджерами либо другими акционерами. Такой инвестор, согласно европейскому опыту, как правило, действует на более молодом венчурном рынке и заботится как о репутацией своей фирмы, так и всей «индустрии» венчурного капитала /23/. Поэтому он, по мнению Джона Уолла и Джулиана Смита, не станет максимизировать свой доход, если для этого придется использовать такой путь выхода, как продажа пакета акций стратегическому партнеру, который может не понравиться менеджерам инвестируемой компании /153/.

В России, на наш взгляд, венчурный капиталист должен придерживаться активного подхода к организации процесса выхода, так как зачастую в целях уменьшения налогов, отечественные предприниматели могут искусственно занижать прибыль и, следовательно, размер полученных дивидендов не будет соответствовать темпам роста предприятия. Отсюда так же следует, что при обратном выкупе руководство может заведомо уменьшить стоимость проинвестированного предприятия и, поэтому, определить реальную стоимость акций, по нашему мнению, очень сложно. Поэтому, если российский венчурный капиталист будет придерживаться пассивного подхода, то он может остаться в проигрыше, в отличие от венчурного предпринимателя, придерживающегося активного подхода, который находится в курсе всех событий, происходящих в данной отрасли и на предприятии, и в состоянии определить действительное положение дел.

По мнению автора, главными причинами возникающих проблем с выходом, являются:

- определенное отношение к фондовому рынку;
- недостаточное число институциональных покупателей для выхода на фондовый рынок посредством первоначального фондового предложения;
- отсутствие покупателей конкретных инвестиций для осуществления продажи стратегическому инвестору;
- результаты процесса тщательного изучения;
- неэффективность бизнеса.

Многих из этих проблем можно избежать либо минимизировать их негативные последствия, если инвестор будет тщательно планировать выход с самого начала инвестирования, т.е. придерживался активного подхода к организации этого процесса. Например, проблему определенного отношения к фондовому рынку либо недостаточного числа институциональных покупателей акций можно решить при наличии запасного плана продажи стратегическому инвестору в качестве альтернативы. Отсутствие покупателей для продажи стратегическому инвестору, по опыту Д. Уолла /153/, не возникает неожиданно, поэтому предприятие с хорошо продуманным планом выхода имеет возможность заранее увидеть эту проблему и дать возможность венчурному капиталисту найти альтернативных покупателей либо рассмотреть возможность продажи бизнеса финансовым покупателям.

Если новая информация на этапе изучения покупателем венчура, заставляет его отказаться от покупки, это является показателем плохой организации процесса выхода. В хорошо подготовленном к выходу бизнесе не должно появляться ничего неожиданного для покупателя, если только это не делается по тактическим соображениям.

Конечно, плохие показатели бизнеса невозможно нейтрализовать при планировании выхода. Тем не менее, их негативные последствия можно свести к минимуму за счет точного выбора времени выхода.

Несмотря на обилие проблем, как отмечают Д. Уолл и Д. Смит, многие «активные» венчурные капиталисты имели возможность привести немало примеров своих успехов, а вот «пассивные» - не могли /153/.

Выход необходимо планировать. Даже тем венчурным капиталистам, которые инвестируют на длительный срок, следует подумать о том, что произойдет, если бизнес не окажется столь эффективным, как ожидалось; если их не будут устраивать менеджеры или если дальнейшее финансирование не потребуется.

Автор предлагает следующим образом организовать процесс выхода венчурного капитала для российских предпринимателей венчурного бизнеса. Организация процесса выхода, по нашему мнению, должна основываться на активном подходе и состоять из следующих этапов:

1. Тестирование менеджмента предприятия на предмет отношения к будущему выходу (на этапе тщательного изучения);
2. Планирование выхода с момента первой инвестиции (определение способов и времени);
3. Подготовка к выходу:
 - привлечение посредников (советников);
 - сосредоточение менеджмента компании на выходе;
 - мотивация и стимулирование менеджмента к осуществлению выхода.
4. Маркетинг выхода (реклама, гарантии, отсроченное рассмотрение и пр.);
5. Осуществление выхода.

Первый этап подготовки к выходу должен начинаться еще в период проведения венчурным капиталистом тщательного изучения предложенного для финансирования инновационного проекта. Выход при венчурном инвестировании неизбежен, весь вопрос только в сроках. Поэтому для венчурного инвестора важно знать отношение предпринимателя к будущему выходу. Даже если менеджеры не имеют большинства при голосовании, занимаемое положение и роль в компании тем не менее делает их позицию достаточно сильной.

По нашему мнению, существует несколько вариантов решения этой проблемы. Во-первых, можно детально договориться с менеджерами, а, во-вторых, можно инвестировать только в том случае, если команда менеджеров разделяет взгляды венчурного капиталиста в отношении выхода.

Если менеджеры ни при каких условиях не желают двигаться в направлении выхода, то не в интересах венчурного капиталиста заключать сделку.

Венчурному предпринимателю необходимо предложить менеджменту подумать и дать ответ на следующие вопросы:

- что произойдет с бизнесом в случае ухода на пенсию, смерти или болезни;
- в интересах ли бизнеса будет подключить в определенный момент торгового партнера;
- могут ли они когда-нибудь захотеть поменять инвестора или выкупить долю венчурного капиталиста.

Каковы бы ни были планы, всегда в интересах менеджмента предприятия создать качественный бизнес, поскольку это дает менеджерам возможность когда-нибудь в будущем продать его. Поэтому о возможности выхода им необходимо подумать сразу же.

Чтобы прямые обращения венчурного капиталиста к менеджменту не создали впечатления излишней сфокусированности на выходе, данный вопрос лучше обсуждать с финансовыми либо юридическими советниками.

Прежде чем инвестировать, венчурному капиталисту в процессе проведения тщательного изучения необходимо найти ответы на следующие вопросы теста:

- каким, предположительно, будет путь выхода;
- кто купит бизнес;
- позволяет ли стратегия бизнеса подойти к желаемому выходу;
- годится ли структура бизнеса для прямого выхода;
- согласен ли менеджмент на выход.

Если существует неопределенность по одному из этих вопросов, то венчурному капиталисту не целесообразно финансирование данного инновационного проекта.

После принятия решения об инвестиции необходимо перейти к следующему этапу, который должен начинаться сразу же после инвестиции. В этот период необходимо спланировать способ и время предполагаемого выхода.

В практике венчурного финансирования существуют следующие пути выхода из проинвестированного предприятия:

1. Первичное размещение на фондовом рынке (ПФП);
2. Продажа пакета акций стратегическому инвестору;
3. Продажа акций другому венчурному инвестору или финансовым покупателям;
4. Обратный выкуп акций другими инвесторами или менеджментом предприятия /23, 41, 120, 153/.

Венчурный капиталист должен определить, на какой путь выхода он нацелен с начала инвестирования. Однако такое решение не является необратимым. Некоторые из наиболее преуспевших в выходах западноевропейских инвесторов нацеливаются на ПФП, используя активную подготовку к нему для того, чтобы в нужный момент получить выгодные предложения о торговой продаже /153/.

При выборе способа выхода из проинвестированного предприятия венчурному капиталисту необходимо учесть положительные и отрицательные стороны нюансы этих способов, приведенные в табл. 2.2.

Возможности использования каждого из этих путей выхода зависит, по нашему мнению, во-первых, от развития фондового рынка страны (это относится непосредственно к ПФП), во-вторых, от развития данной отрасли промышленности и, следовательно, наличия стратегических инвесторов, в-третьих, от степени развития рынка венчурного капитала, что сказывается на количестве финансовых покупателей, - это объективные причины и субъективные - качество организации и проведения процесса выхода.

Двумя наиболее часто используемыми путями выхода в Европе и США для венчурного капиталиста являются продажа пакета акций стратегическому инвестору и первичное фондовое размещение. У венчурных капиталистов на этот счет сложились вполне определенные мнения насчет преимуществ и недостатков каждого из этих путей /22, 23, 153/.

Таблица 2.2.

Преимущества и недостатки различных способов осуществления «выхода»

Способ выхода	Преимущества	Недостатки
1	2	3
Первоначальное фондовое размещение (ПФП)	<ul style="list-style-type: none"> - Возможность получения более высокой цены. - Способ вывода капитала, который больше всего импонирует менеджменту компании. - Продажа может быть осуществлена в два этапа, что может вызвать торговое предложение. - Существует возможность для участия в будущем росте бизнеса, сохранив за собой часть акций. - В ходе подготовки к ПФП может появиться предложение о продаже стратегическому инвестору 	<ul style="list-style-type: none"> - Более высокие затраты, чем при других путях выхода. - Блокировочное соглашение не допускает полного выхода. - Оставшиеся во владении инвестора акции подвержены риску не полной реализации прироста капитала; - Многие фондовые рынки неликвидны. - Сообщение о выходе компании на фондовый рынок должно быть привлекательным для большого числа инвесторов. - Неприемлемый путь для малых компаний.

1	2	3
<p>Продажа стратегическому инвестору</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Покупатели могут заплатить премию за синергизм, за долю рынка, за вхождение в этот рынок. - 100% выход капитала в денежной форме и, следовательно, определенность, предмет гарантии, выход с получением наличности и, как следствие, определенность – никаких дополнительных гарантий, компенсаций, условных депозитов и отсроченных платежей. - Дешевле, чем выставление на торги. - Быстрее и проще, чем выставление на торги; - Единственно приемлемый выход для малых компаний. - Необходимость убеждать только одного покупателя, а не целый рынок. 	<ul style="list-style-type: none"> - Часто возникают препятствия со стороны менеджмента, который теряет свою независимость. - В некоторых странах может быть очень мало покупателей для такого бизнеса. - Большинство венчурных капиталистов не дают гарантий покупателям.
<p>Продажа другому венчурному капиталисту или финансовому покупателю</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Переход от начальных к более поздним этапам развития дает возможность независимой оценки потребности в увеличении капитала. - Рефинансирование в конце срока существования закрытого фонда. - Венчурный капитал может принести большой прирост бизнесу с низким уровнем роста и высоким объемом наличного оборота, чем это может сделать покупатель из этой же области бизнеса. - Когда венчурному капиталисту необходимо 	<ul style="list-style-type: none"> - Могут предложить довольно низкую цену из-за того, что покупателю нужен очень высокий показатель ВНД. - Менеджеры в ходе переговоров могут перейти на сторону покупателя, а потому у покупателя может оказаться более полная информация, чем у

1	2	3
	<p>реализовать прирост капитала (что может быть связано с налогообложением либо отчетностью).</p> <ul style="list-style-type: none"> - Способ оставить менеджеров компании на своих местах, если невозможен выход через ПФП. - Повторный выкуп бизнеса. - Испортились отношения между менеджерами и инвестором. «Покупатель может оказаться лучшим хозяином компании». 	<p>продавца.</p> <ul style="list-style-type: none"> - На цене может отразиться убеждение покупателя, что продавец управлял бизнесом только лишь с целью быстро заработать на этом.
<p>Обратный выкуп акций менеджментом предприятия</p>	<ul style="list-style-type: none"> - Избавление от бизнеса, не оправдавшего ожиданий. - Продажа пакета акций при отсутствии других вариантов. - Позволяет венчурным капиталистам не учитывать больше эти инвестиции в финансовой и статистической отчетности и одновременно рассчитывать на выкуп их вновь по более низкой цене. 	<ul style="list-style-type: none"> - Используется как запасной вариант, когда других путей выхода нет, следовательно, очень низкая цена реализации пакета.

Использование ПФП для российских венчурных предпринимателей, по мнению автора, имеет следующие особенности, обуславливающие использование ими выхода с помощью ПФП:

1. Не развитый фондовый рынок, на котором продаются акции только «голубых фишек»;
2. Отсутствие инвестиционной активности отечественных предпринимателей и доверия зарубежных;
3. Появление российского фондового рынка «Рынок Роста Санкт-Петербург» для первичного размещения акций инновативных растущих

предприятий – аналог американского NASDAQ и европейской EASDAQ /102/, но пока еще находящегося в стадии становления;

4. Отсутствие закона о венчурной деятельности и, как следствие, отсутствие запрета на 100% продажи пакета акций, находящегося в руках венчурного предпринимателя.

Следующим способом выхода является продажа акций стратегическому инвестору. В целом, на основании европейского опыта осуществления выходов, можно утверждать, что продажа стратегическому инвестору ничем не хуже, а в чем-то и лучше ПФП, но при этом требует не менее тщательного планирования.

Продажа акций стратегическому инвестору в России, по нашему мнению, для венчурного капиталиста является одним из наиболее реальных путей выхода. В качестве стратегических инвесторов могут выступать российские крупные реально работающие предприятия с иностранными капиталами и зарубежные компании. Поэтому для венчурного капиталиста, выбравшего этот способ выхода необходимо тщательно изучить сегмент рынка, в котором работает предприятие и обратить так же внимание на зарубежных инвесторов.

Осуществление продажи акций профинансированного предприятия финансовому инвестору в России затруднено, так как найти другого венчурного капиталиста в стране, где рисковое финансирование только начало развиваться, не представляется нам возможным. Другие финансовые покупатели так же не станут приобретать акции нового предприятия имея в распоряжении менее рискованные варианты увеличения капитала. Поэтому, на наш взгляд, расчет на использование этого пути для российских венчурных капиталистов практически не возможно.

Выкуп или возвращение со-инвесторам или управлению исторически было самым распространенным маршрутом выхода в Европе для пассивных инвесторов и для всех венчурных капиталистов когда других путей не оставалось. По нашему мнению, это является результатом следующих факторов:

- плохого выполнения работы, которое приводит к недостатку заинтересованных покупателей;

- влияния менеджмента или большинства владельцев малых бизнесов, отказывающихся от продажи предприятия третьему лицу.

Удивительно, что многие европейские венчурные капиталисты не смогли включить в свое инвестиционное соглашение стандартное условие об обратном выкупе, хотя, как показывает статистика европейского венчурного капитала, такой выкуп встречается все чаще /153/. Принципиальное возражение против условия об обратном выкупе сводится к тому, что зафиксированная формула определения цены может уменьшить цену выхода в тех случаях, когда бизнес в реальности стоит больше.

Мы придерживаемся того же мнения, что обратный выкуп - худший из выходов, если только не считать несостоятельность также формой выхода. В условиях отсутствия конкуренции и очень сильных позиций покупателя цена продажи оказывается очень плохой для инвестора. Однако в этом случае есть и положительная сторона - обратный выкуп позволяет венчурным капиталистам не учитывать больше эти инвестиции в финансовой и статистической отчетности и одновременно рассчитывать на выкуп их вновь по более низкой цене. Согласно отчетам Европейской ассоциации венчурного капитала, бывают также случаи удачного обратного выкупа /144/.

Для того, чтобы не испытывать недостаток покупателей венчурному предпринимателю, по нашему мнению, необходимо привлекать посредников (советников).

Для отечественных венчурных предпринимателей автор предлагает использовать следующие подходы к использованию посредников:

- постоянное использование советника со стороны;
- использование посредников в каждом четвертом случае - если активы представляют интерес, то это окупается;
- использование внештатных сотрудников в поиске путей выхода, когда как сами венчурные капиталисты не могут заниматься этим;
- всю работу венчурные капиталисты проделывают сами, но думают о привлечении посредников, особенно для предприятий, которые слишком долго находятся в портфеле фонда.

Положительные стороны использования советников, на наш взгляд, следующие: советники концентрируются на одной работе, тогда как венчурных капиталистов часто отрывают от работы экстренные ситуации.

В качестве внешних советников в России могут, по нашему мнению, выступить банки, специалисты по слияниям и приобретениям либо отделы корпоративных финансов крупных бухгалтерских фирм. В России ими могут также быть специалисты аудиторских фирм, банки и специалисты по ценным бумагам и западные специалисты венчурного бизнеса.

При выборе венчурными капиталистами советников необходимо принимать во внимание их различные сильные стороны:

- контакты;
- умение осторожно искать покупателя;
- знание отрасли и опыт в заключении сделок;
- независимость;
- ресурсы;
- способности конкретных людей;
- энтузиазм и преданность делу;
- понимание консультантов о какого рода инвестициях и в каких размерах идет речь.

Роль советника может быть самой разной в зависимости от требований венчурного капиталиста: от поиска покупателей до подготовки информационного меморандума и участия в переговорах (в качестве лидера либо с правом голоса). Советник может быть приглашен на раннем этапе для обсуждения стратегии выхода.

Целесообразность использования советников, по нашему мнению, вытекает из ответа европейских венчурных капиталистов на вопрос, каким образом советники приращивают стоимость при проведении выхода:

- конфиденциальность - советники определяют, кому можно доверять;
- используют связи, которых не имеют венчурные капиталисты;
- находят покупателей, о которых никто не подумал;
- широко используют всевозможные ресурсы и людей;

- поиск покупателей на определенной территории - например, в Азии и Северной Америке;
- хорошее качество информационного меморандума: деловые покупатели быстро прочтут и сформируют свое мнение;
- у советников имеется время для того, чтобы добиться лучшей цены /144/.

Следовательно, использование компетентных советников в период становления российского венчурного бизнеса, в общем, и подготовка к выходу, в частности, должно позволить повысить отдачу от выхода венчурного капитала.

Следующий вопрос, которому стоит уделить внимание при организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий – это сосредоточение менеджмента на выходе, его мотивация и стимулирование менеджмента к осуществлению выхода. Действительно, управление часто имеет право сохранения их рабочих мест и может поэтому затруднять продажу акций. Однако, основываясь на западноевропейской практике, можно утверждать, что венчурные капиталисты с успешным отчетом о проведенных выходах способны мотивировать и стимулировать управление или акционеров компании для того, чтобы работать с ними для достижения общих целей /153/. Для России, в которой практически отсутствует опыт проведения выходов, отсутствуют российские венчурные капиталисты с какими-либо отчетами о выходе, однако стимулирование менеджмента предприятия является, на наш взгляд необходимым.

Если менеджеры согласны с тем, что целью является выход, их можно стимулировать с помощью акций, опционов на акции и премиальных, чтобы их цели совпадали с целями инвестора. Стимулирующий эффект предлагаемого менеджменту участия в акционерном капитале может быть усилен при помощи механизма «храповика», обычно предусматриваемого соглашением акционеров, который позволяет передавать акции инвестора менеджменту при достижении бизнесом определенных показателей. Однако важно, чтобы механизм «храповика» базировался на показателях, которые имеют значение для

инвестора. Например, не следует соглашаться на использование механизма «храповика», базирующегося на прибыли, если венчурного капиталиста интересует максимальная цена продажи или внутренняя норма доходности.

Многие западноевропейские венчурные капиталисты предпочитают принимать стратегические решения исходя из интересов бизнеса. Можно согласиться с тем, что вряд ли кто-нибудь станет делать большие инвестиции в бизнес, если вскоре предполагается продать свою долю участия в нем. Существует много аспектов стратегического и повседневного менеджмента, в рамках которых, если помнить об выходе, можно прийти ко многим полезным для бизнеса решениям - например, процедуры принятия решений могут стать более быстрыми и более целенаправленными, если менеджмент работает с целью выполнения определенного календарного плана.

Следующий шаг по организации процесса возврата венчурного капитала – маркетинг выхода, который должен состоять из следующих этапов:

1. Рекламная компания и паблисити;
2. Предоставление гарантий;
3. «Отсроченное рассмотрение»;
4. «Гарантии от потерь»;
5. Депонирование оговоренной суммы на счете у третьего лица под определенные условия.

Продуманная маркетинговая кампания и хорошее паблисити (т. е. сообщением о результатах инвестирования как можно более широкому кругу лиц), может помочь, на наш взгляд, решить вопрос о недостатке покупателей.

Увеличить продажную цену пакета акций и привлекательность финансирования возможно путем распространения соответствующей информации и предоставления гарантий, которые закрывают «зоны неопределенности». Важно также грамотно подготовить информационный меморандум, поскольку он позволяет обнаружить слабости бизнеса до того, как они будут обнаружены при проведении тщательного изучения покупателем, что позволяет избежать неудачных сделок.

Гарантии должны, по нашему мнению, предоставляться в ситуации, когда венчурный капиталист достаточно уверен в фактах (например, в праве собственности, в прошедших аудит финансовых показателях) и желает вселить определенную уверенность в покупателя. В таких случаях предоставляя гарантию он получает полную стоимость за свои инвестиции. Если он недостаточно уверен, то предпочтительнее уменьшить его риски путем соответствующего уменьшения цены, чтобы в дальнейшем ему не пришлось расплачиваться за все убытки. Гарантии всегда должны быть ограничены во времени и в суммах и при этом иметь минимальный «порог», чтобы избежать небольших по размеру требований.

Альтернативой предоставлению гарантий может быть «отсроченное рассмотрение», при котором часть цены продажи будет выплачена в определенный момент в будущем, часто при определенных условиях. Его необходимо структурировать так, чтобы обеспечить участие в любом будущем акционерном капитале на том же уровне, что и сейчас, в противоположность гарантиям, которые даются по состоянию на дату продажи. Недостаток «отсроченного рассмотрения» в том, что венчурный капиталист - продавец не может контролировать результат.

Существует еще способ, называемый «гарантии от потерь», т.е. согласия венчурного капиталиста компенсировать определенный будущий ущерб, связанный с бизнесом, то ее следует избегать, если только такая гарантия не связана с принятием продавцом на себя ответственности. Но лучше всего дополнительно не запутывать сделку. Хотя если риск реальных компенсаций небольшой, то часто продавцу имеет смысл принимать такой риск на себя, поскольку он, по нашему мнению, сильно не отразится на оценке стоимости.

При наличии у покупателя сомнений в добросовестности продавца либо в отношении его финансового положения, депонирование определенной суммы у третьего лица под определенным условием может оказаться эффективным средством добавления гарантии надежности. Тем не менее, если ожидается, что значительная часть депонированной суммы будет использована, то, возможно, следует пойти на соответствующее, но меньшее по размеру уменьшение цены.

После реализации доли фонда в проинвестированном предприятии, необходимо по возможности быстрее, чтобы не уменьшить внутреннюю норму доходности фонда, распределить полученные средства между инвесторами.

После реализации всех инвестиций фонд должен быть расформирован (за исключением случая «венчозеленого» фонда) и венчурная компания может приступить к созданию нового фонда.

В этом параграфе определен порядок организация процесса выхода из профинансированного предприятия и выделены отрицательные и положительные моменты различных способов реализации пакета акций венчурного инвестора.

3. ОПРЕДЕЛЕНИЕ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ И ОРГАНИЗАЦИИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОГРАНИЧЕНИЮ РИСКОВ ПРИ ВЕНЧУРНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

3.1. Оценка привлекательности инновационного проекта для венчурного инвестора

Целью этого параграфа является построение методики по оценке привлекательности инновационных проектов для венчурного инвестора. Рассматривается классический случай венчурного инвестирования, когда существует только инновационный проект и пока еще нет предприятия, или оно не имеет достаточно длительной финансовой истории. То есть осуществляется финансирование зародышевой и стартовой стадий развития предприятия.

Предлагаемая автором методика по оценке привлекательности инновационного проекта составляет основную часть процесса тщательного изучения всех аспектов сделки.

Оценка инновационного проекта должна, по мнению автора, базироваться на бизнес-плане инновационного проекта. Для того, чтобы венчурному капиталисту иметь возможность должным образом оценить проект в бизнес-плане, по нашему мнению, должны быть подробно освещены следующие вопросы:

1. Краткое описание инновационного проекта (резюме);
2. Характеристика товара (услуги);
3. Рынок сбыта товаров (услуг);
4. Управляющий персонал;
5. План маркетинга;
6. План производства;
7. Вопросы, касающиеся технологии и интеллектуальной собственности.;
8. Юридическое обеспечение проекта;
9. Экономический риск и страхование;

10. Финансовый план.

Первый этап оценки - экспресс-оценка инновационного проекта, которая должна заключаться в сопоставлении области производственной деятельности предприятия и инвестиционной деятельности фонда. Здесь же должно быть проверено удовлетворяет ли данный бизнес ограничениям фонда, совместим ли с его портфелем и пр. Необходимо так же рассмотреть послужной список лидера и членов команды менеджмента, так как основной упор венчурные капиталисты делают все же не на проект, а на управление. Если ответы, удовлетворяют этим критериям можно переходить к следующему этапу.

На следующем этапе венчурному капиталисту необходимо провести краткий анализ бизнес-плана, оценив возможную прибыль, которую можно получить при реализации данного инновационного проекта. Многие отечественные и зарубежные исследователи придерживаются мнения и мы с ними солидарны, что прежде всего венчурный капиталист оценивает прибыль, а не риск /43, 42/. Лучшему проведению этого этапа оценки инновационного проекта может помочь вопросник, приведенный в приложении 4. Если венчурного капиталиста устраивает процент прибыли с инвестируемого капитала и, в целом, проект и предприниматели, производят благоприятное впечатление, сроки и условия предоставления инвестиций так же удовлетворительны то, по нашему мнению, можно переходить к процессу тщательного изучения.

Основные пункты оценки привлекательности инновационного проекта для финансирования должны включать (в порядке значимости для венчурного капиталиста):

- оценка руководящей группы;
- оценка стратегических - конкурентоспособных факторов;
- оценка финансового плана;
- рассмотрение потенциального рынка изделия (технологии, услуги);
- определение технологии (изделия, услуги) и анализ ее технического уровня.

В этом параграфе мы подробно рассмотрим оценку финансового плана инновационного проекта, а остальные пункты рассмотрим вкратце, так как, на наш взгляд, определение метода который будет использоваться для оценки венчурного проекта, наиболее трудоёмкая и значимая часть.

Оценку менеджмента компании следует проводить, по нашему мнению, основываясь на их послужном списке, их «победах и поражениях», анализа компетентности и потенциала лидерства. Для оценки управленческого персонала можно использовать методы, приведенные в приложении 5.

Этап оценки стратегических – конкурентоспособных факторов включает рассмотрение:

- лёгкости выхода на рынок;
- способности создавать барьеры пост-входа;
- размера доли рынка, занимаемый конкурентами;
- характера и степени конкуренции;
- надёжности поставщиков и распространителей.

- Рассмотрение потенциального рынка изделия (технологии, услуги) является очень важным, по мнению многих авторов, этапом при оценке инновационного проекта /34, 50, 87, 141/. Здесь, на наш взгляд, необходимо исследовать:

- степень сформированности рынка;
- размер рынка;
- сезонность рынка;
- чувствительность к экономическим циклам;
- рост и привлекательность рынка;
- национальное положение бизнеса;
- степень восприятия изделия рынком.

Важным пунктом при изучении технического уровня проекта является исследование уже существующих на рынке подобных изделий, насколько они удовлетворяют потребности потребителей, тех же, что собирается удовлетворять и новый продукт. Это важно для выявления слабых и сильных сторон и поиска

новых «ниш» рынка, а также для понимания как нужно организовывать систему сервиса продукта, продвижения на рынок и распределения.

Если оценивается технология, то необходимо исследовать все возможные области ее применения, которые можно только представить на сегодняшний момент, потому что довольно часто наибольший рынок технология имеет в области тех применений, которые изобретатель вообще не рассматривал, начиная с ней работать.

Следующий в этом разделе, и, может быть, один из самых важных для венчурного инвестора, элемент описания изделия – это интеллектуальная собственность. Один из очень важных элементов защиты – наличие ноу-хау, патентов.

Заключительным этапом рассмотрения продукта, является сертификация. Большинство технологий и продуктов для продвижения на рынок требует специальных разрешений, которые гарантируют будущему покупателю безопасность, эффективность работы технологии или продукта. При этом во многих случаях речь идет не только о сертификации продукта (или проверке образцов), а о сертификации производства.

Существует много методов оценки бизнеса. Однако их применимость в случае венчурного финансирования вновь организовываемого под инновационный проект предприятия ограничена. В приложении 6 показаны способы оценки бизнеса и рамки их применимости.

На основе анализа различных методов оценки бизнеса, можно сделать вывод, что методы, основанные на доходном подходе, т.е. методы дисконтированных денежных потоков и капитализации денежного потока – те из рассмотренных методов, которые применимы для ситуации создания нового предприятия под инновационный проект. Однако в случае венчурного финансирования, когда инвестиции поступают траншами, т.е. получается неравномерный денежный поток, метод капитализации денежного потока

неприменим. Следовательно, для рассматриваемого нами случае применим только метод дисконтированных денежных потоков.

Применительно к учреждаемому венчур, метод дисконтированного денежного потока предполагает рассмотрение продуктовой линии, реализующей предлагаемый предприятием инновационный проект. Продуктовая линия при этом представляют собой совокупность сбытовых и закупочных линий, имеющих у инициатора соответствующего продуктового инвестиционного проекта, а также доступных ему технологий выпуска данного продукта. Оценка предприятия сводится к оценке продуктовой линии вновь создаваемого венчурного однопродуктового предприятия.

Полный жизненный цикл продукта, как известно, включает в себя стадии создания продукта; его освоения, роста выпуска и продаж продукта; «зрелости» продукта; а также «упадка» (уменьшения продаж и/или прибыльности продукта). На первых стадиях жизненного цикла продукта (до некоторого момента t^*) алгебраическая сумма A денежных поступлений по проекту, очевидно, будет отрицательной. В это время инвестиции, начиная со стартовых инвестиций венчурного капитала I_0 , в течение нулевого или начального периода проекта, а также текущие расходы на выпуск продукта будут превышать доходы от поначалу отсутствующих либо очень незначительных продаж (рис. 3.1).

После момента t^* , благодаря росту продаж и снижению текущих издержек по мере освоения выпуска продукта, указанное сальдо становится положительным, затем нарастает, стабилизируется и начинает убывать вследствие падения продаж. В некоторый момент T становящийся все менее прибыльным продукт прекращают выпускать и продавать. Время от стартовых инвестиций до момента T составляет срок полезной жизни проекта.

Прогнозная стоимость предприятия, взявшегося реализовывать определенный инновационный проект, по истечении определенного времени, равного продолжительности нахождения капитала венчурного инвестора в предприятии, оценивается как сумма превышения поступлений над платежами

этого предприятия, которые могли бы быть получены венчурным инвестором после перепродажи его доли в предприятии и появления в нем нового владельца.

Иначе говоря, ожидаемая стоимость предприятия, какой она окажется на момент $t_{пр}$ предполагаемой его перепродажи, представляет собой прогнозируемую так называемую остаточную (после указанного момента) ценность предприятия или сумму остающихся ему к получению (отсчитывая от планируемого времени перепродажи) прибылей.

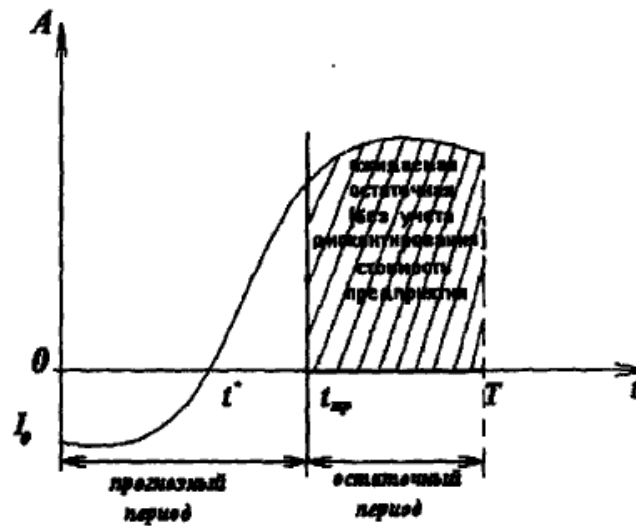


Рис.3.1. Оценка будущей ожидаемой остаточной стоимости предприятия (без учета дисконтирования планируемых денежных потоков)

Ожидаемая остаточная ценность однопродуктового предприятия на рис.3.1 показана, в первом приближении (без учета дисконтирования), заштрихованной площадью, равной сумме прогнозируемых превышений доходов предприятия над его расходами во всех календарных периодах после планируемой перепродажи доли венчурного капиталиста в предприятия и до истечения срока полезной жизни продукта.

Согласно методу дисконтирования денежных потоков ценность инвестиционного проекта на определенный момент - то есть максимальная цена, которую можно было бы заплатить за перекупку прав на дальнейшую реализацию этого проекта, - заключается в том, насколько больше, с учетом рисков проекта, можно получать с него отдачи (доходов) по сравнению со стандартным безрисковым способом вложения тех же денег путем их ссуживания надежному заемщику.

Денежный поток (в российской официальной терминологии – «сальдо реальных денег») отражает движение денежных средств предприятия и, учитываемый на конец соответствующего финансового периода, отражает остаток средств на расчетном банковском счете предприятия в совокупности с «кассой» его наличных денежных фондов.

Применяя метод дисконтированного денежного потока, можно использовать либо «денежный поток для собственного капитала», либо бездолговой денежный поток. Бездолговой денежный поток не отражает планируемого движения и стоимости кредитных средств, используемых для финансирования инвестиционного процесса. Поскольку основной способ венчурного финансирования - прямое, то при разработке методики мы будем оперировать бездолговым денежным потоком.

Бездолговой денежный поток будем оценивать по формуле:

$$\Pi_t = P_t \cdot Q_t - \sum_{k=1}^K P_{tk} \cdot Q_{tk} - W_t, \quad (3.1)$$

где: Π_t - прибыль от реализации продукта предприятия в период t ,

P_t - ожидаемая цена реализации продукта в период t ;

Q_t - планируемое количество продаж продукта предприятия по цене P_t в период t ,

$k=1, \dots, K$ - множество покупных ресурсов, необходимых для выпуска продукта (k - номер покупного ресурса, K - их общее количество);

P_{tk} - цена приобретения покупного ресурса номер k период t ;

Q_{ik} - объем (в натуральном выражении) покупного ресурса с номером k , необходимый для выпуска финального продукта в количестве Q_i ;

W_t - ожидаемые в период t накладные расходы (для однопродуктового венчурного предприятия могут быть нулевыми).

Бездолговой денежный поток может быть номинальным (в ценах будущих периодов) или реальным (в ценах базисного периода). Прогноз номинальных денежных потоков требует оценки того, как будут по отдельности меняться цены на все покупные для продукта ресурсы и цены на сам осваиваемый продукт. При этом необходимо учесть ожидаемый темп инфляции, которые, вероятнее всего, будут разными на рынках разных товаров и услуг.

Если работать с номинальными денежными потоками, то и ставка дисконта должна быть номинальной, то есть включающей в себя средние за срок полезной жизни проекта (осваиваемой продуктовой линии) в расчете на единичный период t инфляционные ожидания.

Если денежные потоки планируют как реальные (в ценах базисного периода), то ставка дисконта также должна быть «очищена» от инфляционных ожиданий.

Как уже говорилось, согласно методу дисконтирования денежных потоков ожидаемый по проекту в каждый будущий период t денежный поток A_t , должен быть уменьшен на некую величину, равную ссудному безрисковому (плюс рыночная премия за риски проекта) проценту, который можно было бы получить с капитала, вкладываемого в проект в момент определения стоимости прав на проект или предприятие. Этот процент, в свою очередь, определяется принятой на рынке ставкой безрискового ссудного процента (плюс упомянутая премия в виде дополнительных процентов - так что в совокупности индивидуальная ставка дисконта для проекта оказывается равной i), помноженной на сумму вкладываемого капитала.

Стоимость однопродуктового предприятия в расчете на момент его учреждения (начала освоения продукта) тогда представит собой не всю сумму

ожидаемых превышений поступлений над платежами за весь срок полезной жизни продукта от $t=0$ до T . Она будет отражаться лишь суммой ожидаемых денежных потоков, уменьшенных на недополученный (при альтернативном простом ссуживании с сопоставимыми рисками) процент с произведенных стартовых инвестиций.

Соответственно, остаточная стоимость предприятия, какой она оценивается на момент начала освоения продукта (учреждения предприятия), будет измеряться суммой ожидаемых положительных денежных потоков, уменьшенных на тот же недополученный процент, но во внимание при этом будет браться только та часть этой суммы, которая приходится на период после t_{np} до T . В каждом следующем календарном периоде (при росте t) недополученный со стартовых инвестиций венчурного капитала ссудный процент увеличивается в прогрессии - в $(1+i)$ раз, так как теряется возможность получать ссудный процент с процента, причитавшегося по предыдущему периоду.

Текущую остаточную стоимость предприятия на момент его перепродажи естественно понимать как текущую остаточную стоимость для перекупающих его инвесторов. Именно она и рассматривается в качестве оценки вероятной границы для рыночной цены предприятия в момент t_{np} .

Графически это отображено на рис.3.2, где текущая остаточная стоимость предприятия равняется площади между кривой ожидаемых денежных потоков предприятия на интервале (t_{np}, T) и кривой возрастающих теряемых процентов K' , которая начинается от нулевой оси доходов и расходов только в точке t_{np} .

В данном случае отличие рис.3.2 заключается в том, что дисконтированная к моменту перепродажи остаточная стоимость однопродуктового предприятия измеряется лишь частью той площади, которая показывалась заштрихованной на рис.3.1.

Денежный поток по проекту в каждом будущем периоде t пересчитывается на момент определения текущей стоимости прав на него с помощью деления ожидаемой будущей величины денежного потока в период t на соответствующий

коэффициент дисконтирования. Последний же берется $(1+i)$ в степени, численно совпадающей с количеством периодов, которое отделяет прогнозный момент оценки текущей стоимости проекта от конца будущего периода t .

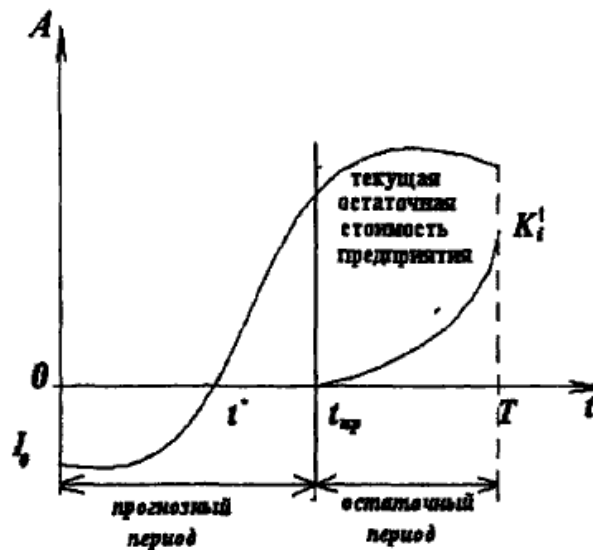


Рис. 3.2. Текущая остаточная стоимость однопродуктового предприятия для инвесторов, перекупающих его в момент t_{np}

В случае, когда текущая остаточная стоимость предприятия прогнозируется на некоторый будущий момент (например, на конец прогнозного периода t_{np}), то величину $(1+i)$, следует возводить в степень, равную числу единичных периодов, на которое период с номером t отстоит в будущем от периода с номером t_{np} , т.е. величину $(1+i)$ надо возвести в степень $(t_{np}-t)$.

Чтобы оценить суммарную текущую стоимость предприятия (прав на реализацию проекта), необходимо, затем просуммировать дисконтированные описанным способом ожидаемые в будущие периоды t денежные потоки.

Таким образом, формула исчисления остаточной стоимости венчурного однопродуктового предприятия $PV_{ост}$, создаваемого под проект, будет выглядеть следующим образом.

$$PV_{ост} = \sum_{t=t_{np}}^T \frac{A_t}{(1+i)^{t-t_{np}}} \quad (3.2),$$

где: A_t - ожидаемые в будущие периоды t денежные потоки по осваиваемому продукту;

i - индивидуальная ставка дисконта по продуктовому проекту;

t - номер (начиная от нуля, совмещаемого с концом календарного периода, в котором происходит оценка) периода, в котором предполагается перепродажа венчурным инвестором своей доли в предприятии.

Если доля венчурного инвестора в предприятии изначально планируется равной d процентов, максимальная обоснованная ожидаемыми доходами прогнозируемая цена за его долю в предприятии тогда составит сумму:

$$\Sigma = PV_{ост} \times (d \div 100) \quad (3.3)$$

Если цена предлагаемого венчурному инвестору пакета акций d будет ниже чем Σ , то для него данный проект может быть привлекательным для финансирования.

Для вычисления индивидуальной ставки дисконта для учета венчурным капиталистом инвестиционных рисков будем использовать метод цены капитальных активов с добавлением дополнительных премий за риски, присущие, на наш взгляд, большинству инновационных проектов в России. Этот метод предполагает следующую структуру индивидуальной ставки дисконта i по проекту (как сама эта ставка, так и все ее составляющие берутся в расчете на один период - год, квартал, месяц - в зависимости от того, каков размер единичного периода t в конкретном инвестиционном расчете):

$$i = R + \beta \cdot (R_m - R) \quad (3.4)$$

где: R - номинальная безрисковая ставка ссудного процента (сумма реальной безрисковой ставки процента и инфляционных ожиданий за период t); $R = r + s + r s$ (Формула Фишера);

r - реальная (без учета компенсации за инфляцию) безрисковая ставка ссудного процента (ставка реальной доходности ссуд, «очищенная» от иллюзорных доходов, всего лишь покрывающих инфляционный рост цен);

s – инфляционные ожидания за период t (средние за срок T полезной жизни проекта; подчеркнем, что релевантными, то есть относящимися к делу, здесь являются именно инфляционные ожидания применительно к будущим денежным потокам, а не фактически имевшая место инфляция);

R_m – средняя доходность несудных инвестиций в экономике (за рубежом оценивается по средней доходности акций на фондовом рынке);

$(R_m - R)$ – рыночная премия за риск несудного инвестирования при отсутствии безусловных долговых обязательств заемщика.

β – коэффициент «бета», измеряющий относительный уровень специфических рисков рассматриваемого проекта по сравнению со средними рисками инвестиционных проектов того же типа; коэффициент «бета» измеряет «систематические» риски.

Необходимо, по нашему мнению также учесть:

x – дополнительную премию за риск вложений в малые предприятия или за рискованность денежных потоков, ожидаемых малым предприятием;

y – дополнительную премию за страновой риск;

f – дополнительную премию за закрытость предприятия, чьи акции покупаются инвестором;

n – премия за приобретение неконтрольного пакета акций.

Тогда формула для расчета индивидуальной ставки дисконта примет вид:

$$i = R + \beta \cdot (R_m - R) + x + y + f + n \quad (3.5).$$

Помимо этих дополнительных премий можно при необходимости добавлять премии за отдельные «несистематические» риски, присущие именно данному инновационному проекту, а именно:

- отсутствия или непредсказуемости «ключевой фигуры» в составе менеджмента предприятия;
- недостаточной привлекательности рынков сбыта предприятия;
- наличия или возможного появления конкурентов и пр.

Премии за эти риски обычно определяются с помощью привлеченных экспертов. При этом ориентиром могут послужить статистические сведения, имеющиеся в части западной инвестиционной практике.

Перейдем к определению показателей, входящих в формулу для определения индивидуальной ставки дисконта.

Существуют два подхода к определению численных значений взаимосвязанных величин реальной безрисковой ставки ссудного процента и номинальной ставки этого процента, включая инфляционные ожидания за один будущий период t .

Первый подход предполагает, что эти величины на срок полезной жизни проекта «берутся с рынка», то есть принимаются равными тем или иным статистически наблюдаемым показателям.

Второй подход подразумевает аналитическую оценку величин r и s - по отдельности или выводя один рассматриваемый параметр из другого, более или менее надежно прогнозируемого.

В рамках первого подхода опираются на то, что номинальная безрисковая ставка ссудного процента в достаточно развитых рыночных экономиках обычно отражается ставкой доходности, при их размещении в долгосрочные государственные облигации. Ставка доходности по долгосрочным государственным облигациям только в условиях стабильной экономики обеспечивает получение и некой положительной реальной ставки процента, и покрытие инфляции. Поскольку экономическая ситуация в России не позволяет подобным образом рассматривать фактическую рыночную ставку доходности государственных облигаций (в первую очередь из-за нестабилизировавшейся инфляции), то реальную ставку ссудного процента и инфляционные ожидания необходимо, по нашему мнению, анализировать и определять по отдельности, в том числе опираясь на более надежный прогноз одного из этих значений.

Первичным, по нашему мнению, должно быть определение инфляционных ожиданий. Темп s ожидаемой инфляции (в среднем за период, остающийся до

конца полезной жизни, T , инвестиционного проекта) может быть взят из прогнозов, которые делаются исследовательскими центрами или могут базироваться на официальном прогнозе ожидаемой инфляции, объявляемом правительством и закладываемом им в проекте государственного бюджета. Для анализа более, долгосрочных проектов можно основываться на официальных правительственных прогнозах социально-экономического развития.

Имеющую в действительности место реальную безрисковую ставку ссудного процента можно приблизительно оценивать принимая за нее рыночную ставку доходности по наиболее краткосрочным государственным облигациям, имея в виду, что за достаточно короткий срок обращения таких облигаций инфляция просто не успевает значимо сказаться.

Для целей экстраполирования реальной безрисковой ставки процента на будущий период T второй из отмеченных способов, как представляется автору, является более предпочтительным.

Рыночная премия за риск нессудного инвестирования обычно измеряется разностью между средней доходностью инвестиций в акции и доходностью ссуживания в форме покупки государственных облигаций.

Средняя доходность инвестиций в акции на практике определяется по средней доходности акций, торгуемых на крупных фондовых биржах. Однако этот подход к определению ее численной величины, подразумевающий выявление разности между средней доходностью акций и доходностью государственных облигаций, в России в настоящее время, на наш взгляд, неприменим. Средняя доходность акций на биржевом и внебиржевом фондовых рынках в России ниже, чем доходность государственных облигаций. То есть премия за риск вложения средств в них в сопоставлении с покупкой государственных облигаций получается отрицательной. Однако этого не должно быть, так как акции являются более рискованным финансовым инструментом, чем государственные облигации.

В то же время очевидно, что в российской экономике достаточно видов деятельности, продуктов, инвестирование в которые, хотя и более рискованное,

обеспечивает доходность на уровне выше, чем доходность государственных облигаций.

Рыночную премию за риск инвестирования не в государственные облигации, поэтому, можно, по нашему мнению, оценивать как разность между средней годовой рентабельностью продуктов в экономике и доходностью государственных облигаций.

К сожалению, публикуемая отечественная статистическая отчетность не дает возможности оценить среднюю рентабельность самых различных выпускаемых в стране продуктов (товаров, услуг).

Выход из подобных затруднений находится, если предложить косвенный способ оценки хотя бы нижней границы для средней годовой рентабельности продуктов в экономике.

Так, в условиях повышенной инфляции нельзя поддерживать сколько-либо значимый оборот, не используя заемных оборотных средств по краткосрочным кредитам, так как собственные оборотные средства при вложении их в малоликвидные запасы материалов, в незавершенное производство слишком быстро «проедаются» инфляцией. Если же используется краткосрочный кредит, то это целесообразно лишь в том случае, если продажи данного продукта обеспечивают, как минимум, неотрицательный «кредитный рычаг» - так, чтобы прибыльность продукта была бы, во всяком случае, не ниже ставки кредита. Тогда рыночную ставку краткосрочного кредита может быть, по нашему мнению, оценкой нижней границы фактической доходности продуктовых линий в экономике, где пользуются краткосрочным кредитом.

Тогда для России рыночная премия ($R_m - R$) за риск инвестирования не в государственные облигации может быть найдена как:

$$R_m - R = k - R \quad (3.6)$$

где: R - годовая доходность государственных облигаций (средневзвешенная, по соответствующим объемам торговли, доходность при размещении ГКО, ОФЗ и

ОСЗ различных выпусков, без учета налоговых льгот);

k - средняя рыночная годовая ставка по краткосрочным кредитам (сроком 3 месяца и менее).

Коэффициент β может быть практически определен как коэффициент $V_{\text{анал.предпр.}}/V_{\text{рын}}$ соотносящий также за максимально возможный прошлый период размах колебаний (вариацию от среднего или среднеквадратическое отклонение, в процентах) рыночной стоимости акций аналогичных предприятий по сравнению с размахом колебаний $V_{\text{рын}}$ вокруг своего среднего значения за тот же период в целом индекса акций на фондовом рынке.

В зарубежной практике /61/ существует несколько методов для определения β , приведенные в табл. 3.1.

Таблица 3.1.

Особенности различных методов оценки коэффициента «бета»

Название метода	Особенности методов
1. Метод управленческих сравнений.	Сравнение «бета» проекта с другими отраслями. Недостаток – в неточности определения «бета».
2. Метод сопоставления компаний.	Определение схожих с инновационным предприятием конкурирующих компаний открытого типа
3. Метод множественной регрессии	Используется в случае определения «беты» для многопрофильных компаний
4. Метод анализа прибыли до уплаты процентов и налогов относительно рыночного индекса	Необходимо собрать данные о прибыли до уплаты процента и налогов за некоторый прошлый период, а затем провести регрессию этого показателя по доходности рыночного индекса за тот же период.

По нашему мнению, в силу малого объема и низкой ликвидности российского рынка акций, коэффициент β в отечественных условиях невозможно

оценивать с помощью перечисленных методов. Здесь, на наш взгляд, необходимо использовать рыночную информацию непосредственно по продуктам, а не по выпускающим их предприятиям.

Нами предлагается следующий способ расчета коэффициента β венчурными капиталистами. Выгодность любой продуктовой линии определяется сравнительным уровнем и сравнительной динамикой цен на сам продукт, на основные покупные ресурсы для данного продукта - и все это в сопоставлении с уровнем и динамикой общей инфляции в стране.

Соответственно, главными факторами рискованности инвестиций в продуктовую линию (понимаемую как потенциальный размах колебаний в выгоды продукта) естественно усматривать в колебании цен на покупные ресурсы и цен на сам продукт по сравнению с колебанием инфляции. Если последняя постоянно растет, то этими факторами становятся колебание темпов роста цен на покупные ресурсы и цен на сам продукт в сопоставлении с колебанием темпа общей инфляции.

Тогда, коэффициент «бета» для продукта (в рассматриваемом нами случае нового для рынка продукта, приводимая ниже формула должна рассчитываться на основе информации по ближайшему имеющемуся на рынке аналогу рассматриваемого новшества), можно оценивать по формуле:

$$\beta = \frac{\Delta_{\text{продукта}} + \Delta_{\text{ресурса}}}{\Delta_{\text{инфляции}}} \quad (3.7),$$

где $\Delta_{\text{продукта}}$ – среднеквадратичное отклонение краткосрочных (месячных) индексов изменения цен на продукт от среднего краткосрочного индекса роста цен на него в прошлом году;

$\Delta_{\text{ресурса}}$ - среднеквадратичное отклонение краткосрочных (месячных) индексов изменения цен на основные покупные ресурсы от их средних краткосрочных индексов в прошедшем году;

$\Delta_{\text{продукта}}$ - среднеквадратическое отклонение краткосрочных (месячных) индексов инфляции (изменения оптовых или розничных цен) от среднего краткосрочного индекса инфляции в прошедшем году.

Дополнительная премия за риск вложения в малое предприятие объясняется недостаточными кредитоспособностью и финансовой неустойчивостью предприятий с небольшим размером уставного капитала. Величина этой премии определяется экспертным путем и может составлять до 75% от номинальной безрисковой ставки ссудного процента.

То же касается и численной величины дополнительной премии f .

Рассмотрим схему вычисления премии за страновой риск u . Страновой риск обычно усматривается в рисках:

- конфискации имущества;
- непредвидимого изменения законодательства, приводящей к уменьшению ожидаемых доходов;
- смены персонала в органах государственного и местного управления, трактующего законодательство непрямого действия.

Помимо указанных рисков большую роль играют риски уменьшения национального дохода, приводящего к падению совокупного спроса, внешнеполитические риски и пр.

Политические риски, которые должны, по мнению автора, учитываться при вычислении странового риска, чрезвычайно многообразны. В табл. 3.2. приводятся результаты опроса 80 менеджеров многонациональных компаний, распределивших политические риски по категориям – от наивысшего до низшего. /145/.

Рейтинги стран мира по уровню странового риска инвестирования в них в настоящее время приводятся в публикациях специализированной рейтинговой фирмы BERI (Германия), Ассоциации Швейцарских банков, транснациональной аудиторской корпорации «Ernst & Young».

Относительная значимость политических рисков, по мнению менеджеров
многонациональных компаний

Развивающиеся страны	
Средний разряд	Риск
1,8	Гражданские беспорядки
2,4	Экспроприация
3,6	Война
5,3	Ограничения на перевод денег из страны
5,5	Трудовые конфликты, забастовки
5,7	Частичная экспроприация
6,0	Регулирование цен
7,3	Изменение налоговой системы
7,6	Прекращение договора

Премия за страновой риск оценивается, на основании этих рейтингов, экспертно и может, согласно имеющейся мировой статистике, составлять до 200-250% ставки дисконта, рассчитанной с учетом всех других, помимо странового риска, факторов.

Следующим важным, по нашему мнению, моментом является определение скидки в зависимости от размера и ликвидности приобретаемого пакета акций. Венчурный капиталист, обычно, не приобретает все 100% акций предприятия, а лишь неконтрольный пакет акций, обычно в пределах 20-49%. В этом случае возникает вопрос о том, как влияет на стоимость одной акции предприятия в составе приобретаемого пакета то, контрольным или неконтрольным является предлагаемое инвестору участие в капитале предприятия.

Точно так же возникает проблема учета, при соответствующей оценке, воздействия на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия.

Ликвидность здесь понимается как способность акций - или даже конкретного пакета акций - быть проданными на вторичном фондовом рынке (или другим инвесторам) в достаточно короткое время за цену, которая бы достаточно незначительно отличалась от цены «неторопливой» продажи.

Следовательно, венчурному инвестору необходимо определять не общую прогнозную рыночную стоимость предприятия, а прогнозную рыночную стоимость лишь конкретного предлагаемого пакета акций. Если обозначить последнюю как $L_{\text{пак}}$ то, на первый взгляд, можно считать, что величина $L_{\text{пак}}$ должна быть равна:

$$L_{\text{пак}} = (L / N) \cdot N_{\text{пак}} \quad (3.8),$$

где: L - инвестиционная рыночная стоимость оцениваемого предприятия;

N - число выпущенных акций предприятия;

$N_{\text{пак}}$ - количество акций в предлагаемом (приобретаемом) пакете.

С учетом вопроса о степени контрольности или неконтрольности, а также ликвидности либо неликвидности приобретаемого пакета акций рассматриваемого предприятия, величина $L_{\text{пак}}$ должна быть откорректирована.

Скидки (премии) в зависимости от степени контрольности приобретаемого пакета акций следует вводить по той причине, что инвестор, покупающий контроль над предприятием, в состоянии использовать любой из в принципе существующих каналов доступа к капиталу, который вложен в предприятие, и к доходам, заработанным предприятием с этого капитала.

Что же касается скидок за неликвидность (ликвидность) акций, то, очевидно, они должны учитывать важность для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием, сохранить возможность извлечь из предприятия свои средства в момент, когда ему это удобно.

При расчете обоснованной либо инвестиционной рыночной стоимости $L_{\text{пак}}$ предлагаемого (приобретаемого) пакета акций рассматриваемого предприятия многое зависит от того, каким из описанных выше методов оценки бизнеса

получают оценку обоснованной либо инвестиционной рыночной стоимости L всего предприятия в целом (всех 100% его акций или всего уставного капитала).

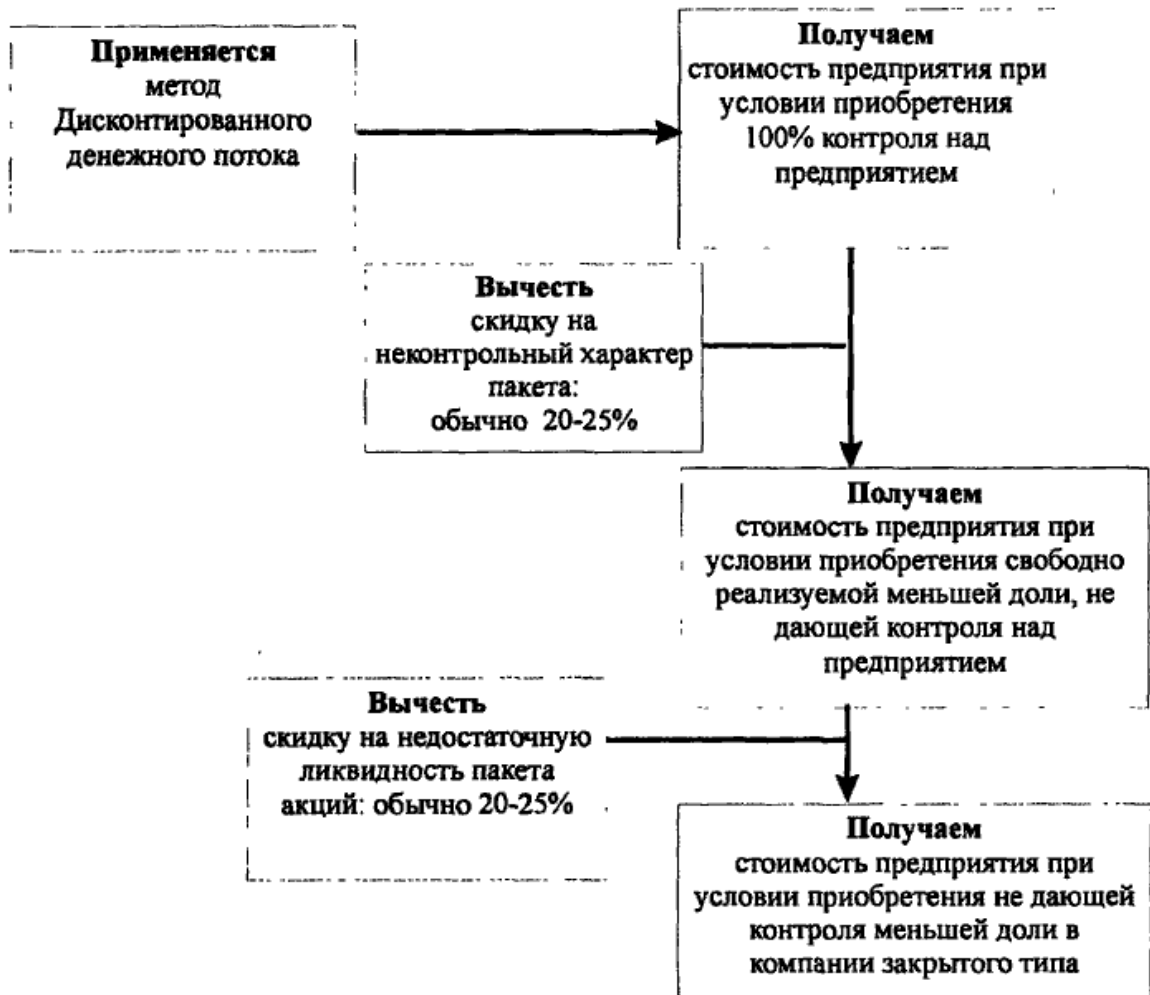


Рис. 3.3. Алгоритм учета неконтрольного характера приобретаемого венчурным инвестором пакета акций

Целью оценки инновационного проекта является определение стоимости предприятия L для последующего расчета на ее основе стоимости свободно не реализуемого (неликвидного) неконтрольного пакета акций (предприятие является закрытой компанией). Это означает, что в приведенной схеме необходимо как бы пройти следующий «путь», согласно алгоритму, приведенному на рис.3.3.

Разработанный нами метод оценки привлекательности инновационных проектов с учетом различных особенностей экономики России был предложен для использования в ООО Инвестиционную компанию «Актив» и региональный венчурный фонд по Центральному Черноземью.

В связи с отсутствием в данный момент времени перспективных инновационных проектов, специалисты венчурного фонда не смогли на практике апробировать предложенную автором методику. Однако инвестиционные менеджеры регионального венчурного фонда дали высокую оценку предложенной методике по оценке привлекательности инновационного проекта для финансирования. Методика оценивалась экспертами фонда по многим критериям, основным из которых являлись её применимость для оценки вновь создаваемого венчура, расчет коэффициента дисконтирования и применимость в российских условиях. Результаты оценки представлены в табл. 3.3.

Таблица 3.3

Оценка методики по отбору инновационных проектов для финансирования экспертами регионального венчурного фонда «РАБО-Черноземье»

Эксперты	Оценка по 10 бальной шкале
Эксперт 1	8
Эксперт 2	7
Эксперт 3	8
Эксперт 4	8

Таким образом для оценки привлекательности финансирования инновационного проекта, венчурному инвестору целесообразно использовать метод дисконтированного денежного потока, который позволяет учитывать упущенную выгоду, а также риски, возникающие при финансировании.

3.2. Организация деятельности по ограничению рисков в ходе процесса венчурного финансирования

Само название «венчурный бизнес» уже содержит в себе понятие «риск». При рассмотрении содержания венчурного предпринимательства мы убедились, что высокий риск, связанный с этим типом финансирования, является его неотъемлемой частью. Следствием этого является тот факт, что основной принцип организации венчурного финансирования связан с уменьшением этого риска. В этом параграфе нами будут предложены способы организации деятельности венчурного фонда по уменьшению риска потери средств при финансировании инновационных проектов.

Страхование венчурного капитала, по нашему мнению, должно проводиться на всех этапах финансирования инноваций. Поэтому необходимо, чтобы последовательность действий венчурного предпринимателя по уменьшению риска потери средств соответствовала последовательности этапов финансирования.

Для уменьшения воздействия различных непредвиденных обстоятельств на развитие инновационного проекта, предлагается организации деятельности по уменьшению риска потери инвестированных средств (табл.3.3).

Деятельность по уменьшению риска потери венчурного капитала должна проводиться на всех этапах финансирования и начинается уже на этапе работы венчурного капиталиста по размещению мобилизованных средств в инновационные проекты.

Первым способом уменьшения риска потери средств является его диверсификация или разделение. Сущность этого метода заключается в том, что венчурный капитал фонда направляется на финансирование нескольких проектов. В случае неудачи одних инновационных проектов, убыток по ним может быть покрыт за счет получения прибыли по другим. Количество инвестируемых проектов может быть различно, но, как правило, венчурные фонды инвестируют не более 10% средств фонда в один проект /94, 111, 115/. Практика деятельности

«Русского технологического фонда» показывает, что верхняя граница не должна превышать 10% от объема фонда, а на практике – около 5% /50/.

Таблица 3.3.

Этапы организации деятельности по уменьшения риска потери инвестированных средств на различных стадиях венчурной деятельности

Этапы процесса венчурного финансирования	Способ уменьшения рисков инвестирования
Преинвестиционные этапы	Распределение средств венчурного фонда между независимыми проектами.
	Использование гарантийных фондов.
	Структурирование сделки.
	Урегулирование юридических аспектов сделки.
Этап инвестиции	Совместное финансирование инновационного проекта с другими венчурными капиталистами – синдикация.
	Позэтапность финансирования проекта.
Этап пост-инвестиционного менеджмента	Планирование процесса выхода.
	Контроль за ходом сделки и участие в управлении с позиции «протянутой руки».

В проекте российского закона «О венчурном финансировании в Российской Федерации» изначально закладывается этот метод страхования венчурного капитала: «Венчурный фонд не вправе инвестировать свыше 10 процентов собственных средств в один инновационный проект» /115/.

Как показывает практика венчурного финансирования в США, около 15% рискованных предприятий терпят неудачу; 25% теряют больше, чем зарабатывают, 30% едва сводят концы с концами. Почти вся прибыль «обеспечивается

остальными 30% венчур, в том числе незначительным (не более 5%) меньшинством, дающим прибыль 10:1 в течение первых пяти лет...» /118, с. 14-15/. Вот и другое подтверждение этого факта: «Лишь 20% венчурных предприятий приносят прибыль рисковому капиталисту, 40% убыточны и еще столько же едва окупают вложенные в них средства. Судьба самих малых фирм при этом определяется следующими показателями: 20% из них вырастают в открытые корпорации, 60% поглощаются более крупными конкурентами и 20% обречены на банкротство» /129/.

По оценкам специалистов, из 250 рискованных фирм, основанных в США еще в 60-х годах, выжили лишь около трети, 32% были поглощены крупными корпорациями, 37% обанкротились. Только единицы превратились в крупных производителей высоких технологий, подобно «Ксерокс», «Интел», «Эппл компьютер» и др. /129/.

Из этих примеров следует, что при вложении средств в небольшое количество проектов, вероятность потери средств венчурным фондом велика.

По мнению автора, при организации венчурного финансирования, для фонда должна быть индивидуально рассчитана минимальная сумма инвестиции. Мы считаем, что она зависит непосредственно от суммы денежных средств, которую, в среднем, тратит венчурный фонд на оценку инновационного проекта. Если стоимость проекта мала, то возможные прибыли от его реализации могут не покрыть расходов на его тщательное изучение и, следовательно, финансирование для венчурного инвестора такого проекта не целесообразно.

Автором, на основе анализа деятельности отечественных и зарубежных венчурных фондов /111, 115/, эмпирическим путем было установлено соотношение, описывающие инвестиционные критерии венчурных фондов. Минимальное число финансируемых проектов составляет 10, а максимальное должно быть около 30. В случае, если размер фонда превышает 100 млн. долларов, количество инвестируемых проектов может увеличиваться до 50. Эти данные справедливы при среднем количестве сотрудников фонда в 5 человек. По нашему

мнению, верхняя граница не должна превышать значения, которое позволяет сотрудникам фонда, по меньшей мере, осуществлять контроль за деятельностью предприятий, а по-хорошему, принимать участие в управлении. Если венчурный капиталист придерживается «активного» подхода, то количество проектов которые он сможет контролировать будет гораздо меньше, чем у инвестора, придерживающегося «пассивного» подхода. По мнению Джанет Брукс директора ECI Ventures инвесторы будут недовольны видеть команду из двух человек привлекающих \$500 миллионов. Даже если фонд планировал сделать только пять инвестиций по \$100 миллионов, что-нибудь может случиться с одним из этих людей. Но инвесторы будут еще больше обеспокоены, если они планировали делать 50 инвестиций по \$10 миллионов и сидеть в правлениях всех из них /144, с.47/.

Максимальное число финансируемых проектов, на наш взгляд, зависит от числа сотрудников фонда, а нижняя граница обеспечивает необходимую степень диверсификации риска инвестирования, и также может зависеть от расходов фонда на рассмотрение целесообразности финансирования инновационного проекта. То есть:

$$K_{\text{проектов}} = \alpha \times V_{\text{венчурного фонда}} \quad (1),$$

где $K_{\text{проектов}}$ – число инвестируемых проектов,

α - коэффициент пропорциональности

$V_{\text{венчурного фонда}}$ – размер привлеченных венчурным фондом средств

$$K_{\text{проектов}} = \beta \times K_{\text{штата}} \quad (2),$$

β - коэффициент пропорциональности

$K_{\text{штата}}$ – число сотрудников управляющей венчурной компании

Использование гарантийных фондов венчурными инвесторами при организации финансирования высокорисковых инновационных проектов, если имеется такая возможность, является отличным способом дополнительного уменьшения рисков потери средств при венчурном финансировании. Суть

деятельности гарантийных фондов заключается в следующем. В случае неудачи при финансировании проекта, гарантийный фонд возмещает определенный процент средств, потерянных венчурным капиталистом.

В европейских государствах это широко используемая практика. Так, в 1982-1984 гг. государство во Франции создаёт гарантийные фонды, управление которыми поручается французскому обществу страхования рисков капиталовложений в мелкие и средние фирмы («Софари»). Доля государства в этом обществе – 34%. /16, с.179/.

Мы предлагаем следующую схему использования гарантийных фондов при организации деятельности по уменьшению риска потери средств, инвестированных венчурными фондами (рис. 3.4).



Рис. 3.4. Использование гарантийных фондов при организации деятельности по ограничению рисков

Следующий шаг при организации страховой деятельности - это поэтапное выделения средств при финансировании инновационного проекта, когда последующий транш инвестиции выделяется по мере успешного хода их реализации и немедленно приостанавливается в случае неудачи /77/.

Выделение средств, размер которых должен быть заранее оговорен, целесообразно производить при достижении заранее оговоренных результатов,

например, изготовление опытного образца, начала серийного производства продукции и т.д. Такой подход позволит избежать лишних потерь, вовремя прекратив финансирование неэффективного проекта.

Бывают случаи, когда венчурному капиталисту имеет смысл обратиться к своему коллеге(ам) для организации синдиката по совместному финансированию инновационного проекта. Синдикация означает разделение венчурными капиталистами доли акции в поддержанном фондом предприятии. Цели венчурных капиталистов, вовлекаемых в портфельную компанию, могут значительно отличаться. Это может произойти, если у венчурного капиталиста не хватает опыта в какой-либо отрасли промышленности, но он видит перспективность инновационного проекта или сумма необходимой инвестиции велика для фонда, или имеются какие-либо другие причины по которым он не сможет «поднять» эту сделку силами управляющей команды своего фонда. Но основной, на наш взгляд, целью создания синдиката является уменьшения риска финансирования проекта которое может быть достигнуто за счет следующих моментов.

1. При совместном участии создаются внутренние контакты между венчурными капиталистами, которые могут быть полезны для обеих сторон. Таким образом международные сети венчурных капиталистов сформированы с учетом специализации в различных областях. Одна из наиболее существенных трудностей в мире рискованного капитала - оценка и обработка неопределенности, чтобы в конечном счете оптимизировать отношение риска/возвращения.

2. Экспертная оценка вовлеченных сторон может создать синергетический эффект. Инвестиции рискованного капитала затрагивают бизнесы, которые являются прорывом в область новых технологий. По этой причине хорошо и для рискованного капиталиста и для компании если изобретатель, с помощью их участия, способен приобрести обширную ориентацию и создавать полную экспертизу, участвуя в различных предприятиях в одной определенной области, например биотехнологии или информационных технологий.

3. Работая вместе задачи могут быть лучше распределены. Как уже отмечалось ранее, профессиональный венчурный капиталист не только такой кредитор кто, после инвестиции, пассивно ждет. В зависимости от стадии развития компании, венчурный капиталист работает как совладелец или как директор. Это, потому что профессиональный венчурный капиталист не только имеет глубокие финансовые знания, но и также базируется на ноу-хау компании, ее изделий и технологии, и рынка, в котором она работает. Таким образом с одним партнером синдиката, например, руководство могло бы работать над технологическими аспектами, в то время как с другим акцент мог быть сделан на финансовом руководстве.

4. Присутствие нескольких венчурных капиталистов может иметь эффект внесения объективности. Часто случается, что участие в компаниях часто происходит в стадии когда предприниматель/основатель или предприниматель/владелец и последователи основателя, все еще вовлечены в управление компанией. Как правило, участие в качестве венчурного капиталиста - первая возможность для совладельцев с некоторым уровнем полномочий, чтобы войти в компанию со внешней стороны. И это снова в стадии, когда радикальные перемены будут иметь место, типа ускоренного расширения или дополнительного роста, перемещающегося к большей степени открытости относительно будущего выхода на фондовую биржу. Эти события часто имеют эмоциональный подтекст для владельца, так что присутствие больше чем одного венчурного капиталиста приносит объективность, которая гарантирует рациональное принятие решения всеми заинтересованными лицами.

5. И последним моментом является уменьшение инвестированного капитала в одно предприятие. Этот пункт особенно важен если требуется крупная инвестиция и одному фонду не под силу единоличное его финансирование.

При организации синдиката всегда возникает вопрос об оптимальном размере. В мировой практике твердых правил, касающихся размера нет. Если имеется слишком много участников, существует, по нашему мнению, риск, что

они настроятся друг против друга. Кроме того, нет гарантий, что каждый будет активно участвовать в работе. Если каждый из состава синдиката участвует у в процессе принятия решения, это не является гарантией того, что будет выбрано оптимальное решение.

На образование и размер синдиката влияют следующие психологические аспекты:

- взаимное доверие,
- обращение друг к другу,
- взаимное уважение
- совместная деятельность.

Синдикация требует, чтобы взаимоотношения были способны успешно пережить кризисы.

Организацию деятельности по ограничению рисков при венчурном финансировании необходимо производить задолго до инвестирования средств в проект. Первым шагом к этому является скрупулезная оценка объекта финансирования. Это процессы отбора проектов для финансирования и тщательное изучение объекта инвестирования. Подробнее, эти этапы рассматривались в предыдущем параграфе. Необходимо как можно тщательней провести эти процедуры, чтобы отбросить проекты финансирование которых не принесет ожидаемой прибыли, а может даже привести к потере средств.

После принятия решения о финансировании данного инновационного проекта, необходимо провести структурирование сделки. Структурирование сделки – это процесс организации деловой сделки, отражаемый в юридическом соглашении, которое управляет отношениями между различными сторонами, заинтересованными компанией. Хорошо структурированная сделка должна удовлетворять целям и уравнивать баланс отношения «риск/доходность» для всех участников сделки. Элементы, которые здесь должны быть рассмотрены включают финансовые требования, финансовые документы и другие вопросы, такие как право «вето», требования управления и пр.

Структурирование сделки, т.е. определение финансовых документов, которые получит инвестор в обмен на предоставление денежных средств, должно произойти таким образом, чтобы уменьшить риск потери этих средств. Получив простые акции, венчурный капиталист становится конечным обладателем активов компании. Получив векселя, он, в случае банкротства компании в первую очередь вернет вложенные средства. Однако в первом случае инвестор может претендовать на добавленную стоимость компании, а во втором – нет. Поэтому надо выбрать оптимальную структуру сделки, чтобы обезопасить свои инвестиции и, в то же время, иметь право на добавленную стоимость.

При структурировании сделки необходимо выяснить, имеется ли возможность принудить предпринимателя к исполнению договорных обязательств. Даже если акционеры и согласны на включение в сделку определенных оговорок, потом может оказаться, что эти оговорки не имеют юридической силы.

Определив, какое количество средств будет требоваться для финансирования инновационного проекта, венчурный инвестор должен решить, как будет структурирована инвестиция. Поскольку финансовые документы стали более сложными, различия в них существенно увеличились. Однако, многие из этих документов зависят от степени развития финансовых рынков.

Основные альтернативы включают акцию, квази-акцию и долг (вексель). Комбинация этих документов будет иметь непосредственное воздействие на заключительное возвращение от инвестиции и позволит уменьшить риски финансирования. Эффективное финансовое структурирование обеспечит защиту «нижней стороны», если бизнес придёт в упадок, тогда как сохранение доступа к верхней границе вознаграждается, если компания превышает проектируемое значение.

Акции - часть финансовой структуры компании, которая подвержена наибольшей опасности. Владельцы –люди, которые в последнюю очередь получают имущество компании, если она продана или ликвидирована

(обанкротилась) и не имеют никаких гарантий. С другой стороны, владельцы получают 100% от превышения активов над долгом. Акции, как известно, бывают следующих видов: обыкновенные акции, привилегированные акции, опционы и варранты.

Владельцы обыкновенных акций - конечные владельцы бизнеса и, следовательно, наиболее подверженные риску потери вложенных средств. Владельцы обыкновенных акций получают все превышение по долгам компании.

Привилегированные акции - часть акции компании, но их участие в имуществе и прибыли определено. В случае успеха, они получают назад сумму определенную номиналом акции. В соответствии с соглашением, они могут получать дивиденд, если имеется достаточная прибыль, чтобы его оплатить. Также возможно определить, чтобы привилегированные акции получали увеличение номинальной стоимости в случае возникновения указанных событий, типа продажи компании.

Опционы дают владельцу право приобрести обыкновенные акции в указанное время и за указанную цену. Опционы могут использоваться, чтобы дать инвестору право увеличить его процент в компании в случае неудачи при достижении некоторых вех. Варранты подобны опционам и также дают право приобрести обыкновенные акции в будущем.

Два вида квази-акции - это выкупаемые акции и конвертируемый долг. Выкупаемые акции - это привилегированные акции, которые предприятие может выплачивать в будущем, при условии, что она имеет достаточную накопленную нераспределенную прибыль. Таким образом выкупаемые привилегированные акции могли бы иметь право получить дивиденды до этого времени, поскольку они выплачены компанией. Это может быть привлекательным для инвестора, потому что это позволит существенной части инвестиции быть восстановленным без потери обыкновенных акций, которые несут права на предельный потенциал компании.

Точно так же, конвертируемая облигация будет иметь право получить процентные платежи от компании до того времени, как ссуда возмещена. Одно преимущество облигации – получение этого процента не связано с эффективной деятельностью предприятия и не требует существования прибыли прежде, чем они могут быть оплачены. Ссуда может быть конвертирована, если дела предприятия идут в гору и венчурный инвестор желает обменять облигации на акции для использования их предельного потенциала.

Оба этих документа обеспечивают хорошую защиту «снизу», если компания не оправдала ожиданий, при сохранении для инвестора возможности разделить прибыль «в верхе» если проект доказывает свою привлекательность.

Заключительный элемент потенциальной структуры сделки – долговой. Долг – это ответственность, обеспеченная кредитором взамен установленной награды, определенной как процентная ставка. Ссуда может быть необеспеченна или обеспечена частью или всем имуществом. Выплата процентов не зависят от того факта, есть ли у компании прибыль или, чтобы оплатить процент. Очевидно, при предоставлении венчурным инвестором части инвестиции в виде кредита, несет более низкое возвращение от инвестиции, если только инвестор не получает опционы или варранты взамен обеспечения долга.

Такие документы могут позволять придти к компромиссу с управлением по разделению акции в начале. Управление будет полностью полагать, что его план осуществится, в то время как инвестор может иметь сомнение на этот счет. Акции могут быть разделены при условии, что план будет достигнут, но инвестор получит опционы, чтобы увеличить его процент в компании, если управление не сможет осуществить свой план.

Очевидно, что комбинация различных финансовых документов будет иметь существенный эффект на возвращение венчурного фонда. Структурирование не может превратить плохую инвестицию в хорошую, но может смягчить результаты, обеспечивая защиту при плохом ходе дел.

При организации деятельности по ограничению риска потери инвестированных средств венчурному капиталисту необходимо учесть правовые аспекты сделки. Комплект юридических документов, оформляющих сделку с венчурным фондом или компанией должен, по нашему мнению, состоять из:

- соглашения между акционерами;
- устава;
- обязательства о раскрытии информации.

Инвестиционное соглашение - стандартный инструмент подготовки сделки по финансированию. Он подписывается венчурным инвестором с одной стороны и предпринимателем с другой. Для того, чтобы укрепить правовое положение венчурного инвестора, необходимо предусмотреть определенные гарантии и условия. Гарантия подразумевает ответственность за определенные последствия или результат в настоящем либо в будущем. В случае несоблюдения условий гарантии гарант несет ответственность за причиненный ущерб. Условия должны предусматривать:

- пути выхода;
- участие в управлении и право вето;
- положение, согласно которому, при критическом положении дел венчурный фонд берет управление предприятием в свои руки (выкуп 100% акций или контрольного пакета).

Обязательства о раскрытии информации - подтверждение, подписываемое всеми акционерами, продающими акции, того, что ими правдиво сообщены все сведения, могущие иметь какой-либо негативный эффект на состояние теперь уже совместной компании с участием венчурного капитала.

После определения структуры сделки и осуществления инвестиции следующим этапом венчурного финансирования является пост-инвестиционный менеджмент, т.е. участие венчурного предпринимателя в управлении компанией.

Существует, по нашему мнению, достаточно четкая связь между степенью риска и уровнем участия инвестора в управлении компанией. Венчурные

капиталисты принимают активное участие в процессе инвестирования для того, чтобы минимизировать риски.

В отличие от многих других инвесторов, венчурный капиталист не может изъять свои инвестиции. Ликвидность венчурного капитала (особенно на начальных стадиях развития компании, которые мы рассматриваем) чрезвычайно низка, а поэтому средства венчурного капиталиста оказываются блокированными на довольно продолжительное время. Поэтому минимизировать риски в пост инвестиционный период можно организовав контроль за работой проинвестированной компании и оказывая помощь в управлении.

Если предыдущие подготовительные этапы венчурного финансирования (финансовый инжиниринг выполнен, подготовлена оптимальная структура сделки, обеспечены формально-юридические позиции) выполнены надлежащим образом, то, вероятно, многие риски сведены к минимуму. Однако остается еще ряд наиболее трудных вопросов: Действительно ли венчурный капиталист понимает данный бизнес? Насколько ему знаком этот бизнес? Существует ли реальная основа для сотрудничества с менеджментом компании?

Инвестор капитала должен оценить возможные риски и, основываясь на этой оценке, определить, какие средства и механизмы необходимы для уменьшения и контроля над рисками.

С более молодыми компаниями связаны большие риски. Поэтому главное заключается в том, чтобы найти средства для уменьшения рисков. Источники рисков в равной мере могут быть как внутри компании так и вне ее.

Для успешного управления инвестициями необходимо знать, что происходит в проинвестированной компании. Поскольку, обычно, инвестиции делаются из расчета на определенное развитие событий, а в действительности, события развиваются не так, как запланировано, то эта реальность требует оперативных действий. С этими проблемами должно справляться управления, однако, нередко ему приходится обращаться за консультациями по этим вопросам к венчурным инвесторам.

Венчурному капиталисту, заботящемуся о собственных инвестициях необходимо принимать участие во всех крупных решениях по этим проблемам или даже использовать свое право вето. И здесь появляется противоречие – как можно принимать ответственные решения, если неизвестны мелкие детали происходящего? Следовательно предприниматель является одновременно и инвестором и менеджером компании. По этой причине пост инвестиционный период принято называть «венчурным менеджментом», основой которого является тесное сотрудничество с менеджментом проинвестированной компании.

Венчурному инвестору необходимы гарантии того, что компания, в которую он вкладывает капитал, будет управляться надлежащим способом, и с юридической и с этической точки зрения. Лучший способ достигнуть этого состоит в том, чтобы иметь представительство в правлении или право вето на ключевые решения.

В то время, когда инвестиция сделана, инвестор должен решить желает ли он быть представленным в совете директоров компании. Должно быть также принято решение относительно того принимать на себя какие-либо исполнительные обязанности или нет. Для венчурного фонда будет лучше не брать на себя исполнительную роль. В соглашении должно быть определено, сколько собраний правления будут проводится каждый год. В нём должны также определяться крайние сроки для ежемесячных или ежеквартальных отчетов, также как сроки ежегодной аудиторской проверки.

Наиболее эффективный способ влиять на управление - посредством согласования ежегодного бюджета. В этом случае управление будет должно сообщать о любых существенных изменениях ежегодного плана во время заседаний правления. Посредством участия в процессе принятия бюджета, инвестор может гарантировать, что управление не отклоняется от согласованной стратегии, не планирует принимать на себя чрезмерные для бизнеса риски и продолжает двигаться по пути, который должен привести к лучшему выходу для инвестора.

К этому процессу необходимо относиться всерьёз. Это - не вмешательство в выполнение управлением своих обязанностей, но основной метод для оберегания вклада и предупреждения управления о необходимости заботиться об интересах инвестора.

Она также требует предоставить ей право полностью взять на себя управление малой компанией и попытаться спасти свои инвестиции при возникновении у последней трудностей с финансированием, производством или сбытом. Для этого фирма-инвестор обычно включает в соглашение об инвестировании в акционерный капитал защитные оговорки, в соответствии с которыми она имеет право брать на себя управление компанией и назначать новых служащих в случае резкого ухудшения финансового положения заемщика /130/.

Безусловно, необходимо объяснить управлению, что они со дня основания несут ответственность за управление компанией. Они должны придавать большое значение тому, что это их компания, не беря в расчет тот процент обыкновенных акций, которое они имеют. Однако, также необходимо, чтобы инвестор имел контроль над любыми вопросами, которые имеют большое влияние на его процент в компании.

Основываясь на своем положении «привилегированного» акционера, венчурный капиталист должен, на наш взгляд, претендовать на определенные права в отношении важных решений. Основываясь на западноевропейской практике венчурного предпринимательства /23/, мы предлагаем российским венчурным капиталистам использовать право вето в следующих случаях:

- назначение директоров. Инвестор должен быть способен предотвратить назначение дополнительных директоров, что изменит баланс в правлении;
- утверждение годового отчета;
- утверждение бюджета;
- выпуск дополнительного акционерного капитала, так как это уменьшит процент инвестора в компании;

- создание новых филиалов, потому что активы могут быть перемещены в эти филиалы и затем проданы безо всякого контроля со стороны инвестора;
- получение любого кредита превышающего согласованный размер;
- проблема обременения любого актива компании;
- лицензирование любой технологии, принадлежащей компании;
- начало крупного судебного процесса;
- учреждение общей программы пенсионного обеспечения;
- контракты личного найма главных директоров и служащих, или его изменение;
- основные отношения участников сделок(соглашений);
- внесение изменения в устав компании;
- изменение вида деятельности компании;
- передача любых акций.

Однако, требуя предоставить эти права, венчурный капиталист возлагает на себя соответствующие обязанности. Чтобы принимать ответственные решения он должен располагать исчерпывающей информацией о деятельности компании. Недостаточная информация у венчурного капиталиста может привести к принятию неадекватных решений и дезорганизации управления.

В этой работе автором рассматриваются инвестиции в инновационные проекты, под которые создаются новые предприятия, т.е. инвестиции делаются в некотируемые акции. Необходимо гарантировать, что будет иметься процесс, позволяющий достигнуть ликвидности для части инвестора в компании. Это лучше сделать во время переговоров об инвестициях.

Инвестору необходимо гарантировать, что управление и инвестор разделяют те же самые цели относительно выхода. Если управление планирует оставаться с компанией на более длинный срок, чем планирует инвестор, это может ограничить возможности выхода и оценки для инвестора. Единственный выход в этом случае может быть через выкуп акций менеджментом предприятия.

Поэтому инвестор должен достичь соглашения относительно планов, касающихся выхода. Инвестору необходимо гарантировать право вынудить продажу всего предприятия после периода, скажем, в семь лет, если к тому времени управление не обеспечило выход.

При рассмотрении вопросов выхода, инвестору необходимо добиться гарантии того, что менеджмент предприятия не сможет продать свои акции до того момента, пока не найдется покупатель на акции инвестора. Инвестор может также определить стоимость акций на момент продажи, чтобы гарантировать, что другие акционеры будут вынуждены принять подходящее предложение.

Венчурному капиталисту целесообразно включить в инвестиционное соглашение оговорку относительно обратного выкупа. Это позволит осуществить процесс выхода из компании принудительно, если дела пойдут неважно.

Предложенная система по организации деятельности по уменьшению риска потери инвестированных средств была предложена региональному венчурному фонду «РАБО-Черноземье». Специалисты фонда приняли рекомендации к использованию и оценили предложенную систему следующим образом. Использование предложенных автором диссертационного исследования способов уменьшения риска влияет на изменение риска следующим образом (табл.3.4.).

Таблица 3.4.

**Оценка инвестиционными менеджерами организации деятельности по
уменьшению рисков венчурного финансирования**

Способ уменьшения рисков инвестирования	Уменьшение риска потери инвестированных средств для инвестора
1	2
Распределение средств венчурного фонда между независимыми проектами.	В зависимости от числа инвестируемых проектов и рисков по каждому проекту, до 10%

1	2
Использование гарантийных фондов.	В зависимости от размера убытков, покрываемых фондом
Структурирование сделки.	В зависимости от структуры выбранных ценных бумаг.
Урегулирование юридических аспектов сделки.	Трудно определить численно.
Совместное финансирование инновационного проекта с другими венчурными капиталистами – синдикация.	В зависимости от количества и степени профессионализма участников синдиката, до 15%.
Поэтапность финансирования проекта.	В зависимости от числа этапов и размеров траншей, соответствующих каждому этапу.
Планирование процесса выхода.	Трудно оценить численно.
Контроль за ходом сделки и участие в управлении с позиции «протянутой руки».	Затруднительно дать цифровую оценку.

Необходимо заметить, что тщательное выполнение всех этапов венчурного инвестирования положительно сказывается на развитии сделки и является, по нашему мнению, лучшим способом страхования венчурного капитала.

В этом параграфе автором предложен порядок организации деятельности по ограничению рисков при венчурном финансировании:

1. На прединвестиционном этапе:

- распределение венчурного капитала между различными проектами;
- использование гарантийных фондов;
- структурирование сделки;
- урегулирование юридических аспектов сделки.

2. На этапе инвестиции:

- совместное финансирование проекта с другими венчурными капиталистами – синдикация;
- поэтапность финансирования проекта.

3. На этапе пост-инвестиционного менеджмента:

- планирование процесса «выхода»;
- контроль за ходом сделки и участие в управлении с позиции «протянутой руки».

3.3. Определение результативности венчурной деятельности

Срок жизни фонда, как уже упоминалось, составляет порядка десяти лет, четыре года из которых тратится на поиск подходящих инновационных проектов, а в течение шести лет после инвестиции менеджеры венчурного фонда участвуют в управлении портфельной компанией и подготавливают ее к выходу. Пост – инвестиционный период составляет достаточно длинный промежуток времени деятельности венчурного фонда. Для того, чтобы иметь возможность оценить работу фонда и при необходимости, внести изменения в инвестиционную политику фонда или скорректировать другие стороны его деятельности, необходимо разработать методику, которая позволит определить результативность инвестиционной деятельности.

Методы оценки результативности инвестиционной деятельности, предлагаемые автором для использования в отечественных фондах, предполагают соблюдение единого подхода к оценке состояния инвестиционного портфеля венчурного капиталиста.

В принципе, возврат на вложенный капитал может быть измерен различными способами. Один из них, к примеру, оценивает срок окупаемости, т.е. количество лет, необходимых для полного покрытия всех затрат, понесенных в связи с реализацией того или иного проекта. Согласно другому подходу, под возвратом понимается балансовая норма рентабельности, т.е. среднегодовой

показатель прибыли, произведенной инвестицией в отношении к общей сумме затрат на проект /27/. Каждый из описанных подходов обладает серьезными недостатками. Например, срок окупаемости не учитывает величины прибыли, которая может быть получена за определенный период и ни один из этих методов не учитывает ни временной стоимости денег, ни распространяется на случаи, когда осуществляется более чем одна инвестиция.

Для оценки результативности работы в венчурном бизнесе автором предлагается использовать показатель внутренней нормы доходности (ВНД). Его использование дает возможность учесть временную стоимость денег и также позволяет, по нашему мнению, рассчитать возврат на сделанные несколько инвестиций, выраженный в процентном отношении.

Под внутренней нормой доходности будем понимать величину дисконта, восстанавливающую текущую стоимость всех денежных выплат, осуществленных в связи с произведенной инвестицией, и приравнивающая ее к текущей стоимости всех денежных поступлений от произведенной инвестиции, а также текущую стоимость оценки нереализованного портфеля.

Для расчета результативности инвестиций рискового капитала нужно, по нашему мнению, использовать следующие типы ВНД:

1. Валовой возврат на реализованные инвестиции
2. Валовой возврат на все инвестиции.
3. Чистая ВНД инвестора.

Чистая ВНД рассчитывается после того, как все сделанные инвестиции будут реализованы и вырученные средства, за вычетом вознаграждения управляющим, будут возвращены инвесторам. В этом случае такой возврат будет называться нетто-возвратом на полностью реализованный инвестиционный портфель. Недостатком этого метода является отсутствие возможности определения результативности инвестиционной деятельности фонда в период его работы.

Инвесторам рискового капитала и управляющим венчурными фондами

необходимо, однако, регулярно измерять возврат от инвестиций. Промежуточные показатели будут давать представление о размере чистой ВНД. Чем более полным будет инвестиционный портфель, тем более достоверными будут промежуточные показатели.

Умение правильно рассчитывать результативность должно помочь венчурному управляющему по меньшей мере в двух ситуациях: во-первых, оно дает возможность более основательно подходить к процессу выбора интересных инвестиционных предложений, управлению ими и выхода из проинвестированных предприятий и, во-вторых, оценивать эффективность произведенных затрат.

При расчете валового возврата можно выделить два уровня, которые будут описаны ниже. Фактический возврат на реализованные инвестиции необходимо отделять от валового возврата на все сделанные инвестиции, который может быть только оценочным, поскольку учитывает все полностью и частично реализованные инвестиции, а также довольно субъективную оценку стоимости нереализованной части портфеля.

Таким образом, мы предлагаем три способа расчета результативности инвестиционной деятельности для венчурного фонда.

Валовой возврат на реализованные инвестиции учитывает все денежные выплаты (инвестиции) и поступления (выручку от реализации инвестиций, включая поступления от продаж различных активов, дивиденды, полученные проценты и т.п.), имевшие место в период деятельности фонда и его реализованных инвестиций.

При расчете этого вида возврата, в тех случаях, когда реализована только часть доли инвестора в проинвестированного предприятия, целесообразно включать в расчет доход от этой реализации, несмотря на то, что полной реализации не произошло.

Определяя, какие виды дохода от подобной частичной реализации необходимо относить к настоящей категории, следует, на наш взгляд, руководствоваться следующими правилами:

- Доходом от частичной реализации считать доход, составляющий более 30% от стоимости инвестиций, осуществленных в акционерный капитал предприятия. В этом случае, все денежные поступления, связанные с этой инвестицией в акционерный капитал, должны включаться в расчет.
- Если акции приобретались в разное время и по разной стоимости, доход от реализации должен соотноситься с вложениями по средней цене за акцию реализованной инвестиции.
- Частичные списания не должны включаться в расчет этого типа, однако должны учитываться при расчете возврата на все инвестиции.

Преимущество этого показателя заключается, по нашему мнению, в том, что он не зависит от субъективных оценок. Недостаток в том, что если его использовать на определенном отрезке срока существования фонда, то он не всегда надежно отразит эффективность фонда к концу его срока существования, поскольку удачные инвестиции обычно созревают очень быстро, тогда как неудачные инвестиции нередко списываются и могут вообще не упоминаться.

Вторым показателем является валовой возврат на все инвестиции. При расчете этого показателя необходимо учитывать:

- Денежные выплаты (инвестиции) и поступления (выручку от реализации инвестиций, включая поступления от продаж различных активов, дивиденды, полученные проценты и т.п.), имевшие место в период взаимодействия венчурного фонда и
 - полностью реализованными инвестициями;
 - частично реализованными инвестициями;
 - полностью нереализованными инвестициями.
- Оценка нереализованного портфеля.

Нереализованный портфель состоит из полностью нереализованных инвестиций и нереализованных частей частично реализованных инвестиций за вычетом денежных средств и других активов, имеющих в портфеле.

Этот возврат не учитывает вознаграждения управляющим и любые виды

затрат, такие как управленческие расходы, уплачиваемые управляющей венчурной компании инвесторами, а также платежи проинвестированного предприятия фонду и платежи юридическим и бухгалтерским советникам.

Данный показатель формирует представление об эффективности фонда по всем проданным и непроданным инвестициям. Он позволяет сравнивать работу разных фондов, а если оценки точны, то он может довольно точно отражать конечную эффективность фонда. Однако этот показатель не отражает доходность с точки зрения инвестора, поскольку в нем не учитываются расходы по управлению фондом.

Итоговым показателем оценки результативности деятельности венчурного фонда, вычисляемый после реализации всех инвестиций и осуществлении всех выплат управляющей компании и пр., является чистый возврат инвестора. Этот показатель измеряет доход, заработанный инвесторами в венчурном фонде. Он, по мнению автора, должен учитывать:

- Денежные потоки, имевшие место в период взаимодействия между инвесторами и фондом, за вычетом
 - вознаграждения управляющей венчурной компании;
 - управленческих расходов, выплачиваемых венчурной компанией инвесторами;
 - всех необходимо понесенных венчурной компанией затрат в процессе инвестирования, управления и выхода из инвестиционного портфеля;
 - стоимости нереализованного портфеля (который состоит из полностью нереализованных инвестиций и нереализованных частей частично реализованных инвестиций за вычетом денежных средств и других активов, имеющих в портфеле) после вычета предполагаемого вознаграждения управляющим.

При расчете нетто-возврата инвестора с учетом стоимости нереализованного портфеля, должны быть сделаны соответствующие поправки на размер

вознаграждения управляющим за вычетом предельного процента заранее оговоренного возврата на инвестиции. После полной реализации портфеля нетто-возврат будет являться «чистым возвратом» инвестора.

В данном случае измеряется реальная доходность для инвесторов по всем инвестициям с учетом расходов по управлению фондом и процент от прибыли фонда, выплаченным менеджерам венчурного фонда. В зависимости от структуры издержек фонда, показатель чистой ВНД может оказаться существенно ниже, чем показатель валовой ВНД по реализованным либо по всем инвестициям.

Хорошее значение ВНД, исходя из ее структуры, может быть достигнуто, по нашему мнению, или за счет большого количества успешных проектов, или за счет значительных успехов нескольких проектов. Инвесторы, наверняка, предпочтут тот фонд, имеющий ВНД, достигнутый за счет хорошей реализации большинства проектов фонда, так как во втором случае значительные достижения в финансировании нескольких проектов могут быть просто везением.

Для детальной оценки каждого из трех описанных выше показателей результативности они должны быть разбиты на составляющие, чтобы была возможность оценить вклад каждого из элемента. Например, комплексное значение показателя валового возврата на все инвестиции может быть разбито на полностью реализованные инвестиции, частично реализованные инвестиции, полностью нереализованные инвестиции и стоимость нереализованного портфеля. Выделение стоимости нереализованного портфеля может оказаться чрезвычайно важным, поскольку эта оценка дает представление лишь о величине чистой ВНД после полной реализации всех инвестиций.

Внутренняя норма доходности определяется в результате решения уравнения:

$$\left[\frac{OUT_0}{(1+IRR_m)^0} + \frac{OUT_1}{(1+IRR_m)^1} + \frac{OUT_2}{(1+IRR_m)^2} + \dots + \frac{OUT_N}{(1+IRR_m)^N} \right] = \frac{NAV_N}{(1+IRR_m)^N} + \left[\frac{IN_0}{(1+IRR_m)^0} + \frac{IN_1}{(1+IRR_m)^1} + \frac{IN_2}{(1+IRR_m)^2} + \dots + \frac{IN_N}{(1+IRR_m)^N} \right] \quad (3.9)$$

где: OUT_0, \dots, OUT_N - денежные выплаты каждый месяц с 0 месяца (месяца начальной инвестиции) до N -го месяца (последнего месяца рассматриваемого периода) включительно. Должен иметься по крайней мере одна не нулевая выплата;

IN_0, \dots, IN_N - денежные поступления каждый месяц с 0 месяца (месяца начальной инвестиции) до N -го месяца (последнего месяца рассматриваемого периода) включительно. Должен иметься по крайней мере одно поступление, отличное от нуля;

IRR_m - ежемесячная внутренняя норма доходности. (Как только уравнение (1) решено для IRR_m , IRR_m должна быть преобразована в ежегодную внутреннюю норму доходности - IRR_A);

NAV_N - чистая стоимость активов нереализованного портфеля в месяце N .

В России на данный момент основным источником венчурного капитала являются зарубежные инвесторы. Несомненно они захотят иметь привязку к валюте, в которой они делают инвестиции в фонд. В тех случаях, когда сделки осуществляются в иностранной валюте, для описанных выше трех типов расчета ВНД могут быть выполнены в двух видах - в одном случае следует включать в расчет эффект от изменения обменного курса, в другом - не включать. Результативность должна быть рассчитана в валюте сделанных в фонд инвестиций. Если стоимость сделки будет выражаться как в местной, так и иностранной валюте, должен использоваться обменный курс, действующий на дату совершения сделки. В том случае, если последний не известен, конвертация должна осуществляться по среднемесячному или среднегодовому курсу.

В случае неудачной инвестиции, списания должны осуществляться по номинальной стоимости одной валютной единицы (например, 1 доллар), а не по нулевой. Только в отношении валового возврата на реализованные инвестиции списываемые инвестиции должны рассматриваться как реализованные непосредственно после того, как будет иметь место любое из нижеследующих событий: когда против проинвестированного предприятия возбуждается дело о

банкротстве, когда проинвестированное предприятие после проведения переговоров с кредиторами объявляет о списании инвестиции до нуля, когда возбуждается дело о несостоятельности.

Полностью проданные инвестиции, доход от реализации которых является отложенным, должны рассматриваться как реализованные инвестиции, при этом необходимо рассчитать размер дисконта и дисконтированный доход должен участвовать в расчете показателя возврата на реализованные инвестиции. При этом необходимо привести соответствующие пояснения. При расчете результативности с помощью любого из трех показателей, необходимо продемонстрировать как стоимость реализованных инвестиций соотносится со стоимостью всех сделанных инвестиций.

Дивиденды и процентные платежи, а также доходы от реализации, получаемые от проинвестированного предприятия в виде нетто-платежей, должны учитываться по валовому методу и рассматриваться как денежные потоки до налогов и учитываться при расчете двух показателей валового возврата, но не для расчета показателя нетто-возврата.

В этой работе рассматриваются, в основном, инвестиции в незарегистрированные (не включенные в биржевой листинг) акции. К ним относятся инвестиции в молодые технологические предприятия, находящиеся на ранних стадиях развития, включая «посевной капитал» и начальные стадии.

Поскольку инвестиции в незарегистрированные акции не могут быть оценены по рыночной стоимости, их, по нашему мнению, следует оценивать по стоимости осуществленной венчурной инвестиции. Инвестиции могут быть оценены по более высокой стоимости в следующих случаях:

1. Если новая стадия финансирования предполагает скорое внесение материальных инвестиций третьей стороной, что существенно повышает стоимость компании. В этом случае оценка стоимости должна основываться на цене сделки.
2. Если инвестируемая компания имеет значительную прибыль.

Инвестиции должны быть оценены по более низкой стоимости, в случае если:

1. Достигнутые результаты существенно ниже прогнозируемых, что приводит к постоянному уменьшению стоимости.
2. Компания сталкивается с большими проблемами на протяжении длительного времени и, как следствие, нуждается в дополнительном финансировании.
3. Ожидаемая сделка с участием третьей стороны приведет к снижению стоимости компании. Если ожидается снижение стоимости, инвестиция должна быть переоценена как можно быстрее.

Процесс снижения стоимости оценки пакета акций рекомендуется нами проводить ежегодно в три этапа (т.е. снижение на 25%, 50%, 100%), либо до ликвидационной стоимости, либо до стоимости, предлагаемой третьей стороной. При определении точной величины процента уменьшения стоимости оценки следует руководствоваться в значительной степени компетентным рассуждением о состоянии предприятия. Так, если показатели деятельности предприятия, предположим, после кризиса, ухудшились, то следует уменьшить оценку стоимости доли венчурного инвестора в данном предприятии на 25%. На следующий год в случае продолжения спада в работе предприятия необходимо уменьшить стоимость доли до 50%. Если же и на следующий год предприятие не выберется из кризиса, то инвестиция списывается полностью. В случае, если состояние предприятия начнет улучшаться, то стоимость доли венчурного инвестора следует увеличить на 25% и т.д.

Уравнение (3.9) можно преобразовать следующим образом:

$$\sum_{i=0}^N \frac{OUT_i}{(1+IRR_m)^i} = \frac{NAV_N}{(1+IRR_m)^i} + \sum_{i=0}^N \frac{IN_i}{(1+IRR_m)^i}, \quad (3.10)$$

Это то же самое что и:

$$\frac{NAV_N}{(1+IRR_m)^N} + \sum_{i=0}^N \frac{IN_i}{(1+IRR_m)^i} - \sum_{i=0}^{N159} \frac{OUT_i}{(1+IRR_m)^i} = 0, \quad (3.11)$$

Так как:

$$\sum_{i=0}^N \frac{IN_i}{(1+IRR_m)^i} - \sum_{i=0}^N \frac{OUT_i}{(1+IRR_m)^i} = \sum_{i=0}^N \frac{IN_i - OUT_i}{(1+IRR_m)^i}, \quad (3.12)$$

То уравнение (3.11) может быть записано в следующем виде:

$$\frac{NAV_N}{(1+IRR_m)^N} + \sum_{i=0}^N \frac{IN_i - OUT_i}{(1+IRR_m)^i} = 0, \quad (3.13)$$

Если

$$\frac{NAV_N}{(1+IRR_m)^N}$$

трактовать как часть заключительных денежных поступлений

$$\frac{IN_N}{(1+IRR_m)^N},$$

тогда уравнение (3.13) может быть упрощено следующим образом:

$$\sum_{i=0}^N \frac{IN_i - OUT_i}{(1+IRR_m)^i} = 0, \quad (3.14)$$

Кроме того, $IN_i - OUT_i$, является чистым денежным потоком NCF_i в месяце i .

Таким образом, определяем:

$$IN_i - OUT_i = NCF_i, \quad (3.15)$$

Уравнение (6) может быть переписано:

$$\sum_{i=0}^N \frac{NCF_i}{(1+IRR_m)^i} = 0, \quad (3.16)$$

в котором должно быть $F(IRR_m) = 0$.

Уравнение (3.16) для IRR_m может быть решено с использованием стандартных программных пакетов крупноформатной таблицы типа Lotus 123.

IRR_m , ежемесячная внутренняя норма доходности, которая является решением уравнения (3.16), должна быть преобразована в ежегодную норму доходности IRR_A . Это может быть сделано по следующей формуле:

$$IRR_A = (1 + IRR_m)^{12} - 1, \quad (3.17)$$

Уравнение (3.16) решается в начале путём обнаружения грубого приближённого значения IRR_m и затем приближения к необходимой степени точности, используя числовой процесс.

Должен иметься по крайней мере один положительный денежный поток и по крайней мере один отрицательный денежный поток, чтобы вычислить значение ВНД. Таким образом, например, при вычислении ВНД одной инвестиции, от которой возвращение вообще не было достигнуто: когда сброшенная со счетов инвестиция рассматривается реализованной, ей нужно присвоить номинальный наличный приток в необходимом месяце в количестве одной денежной единицы (например, 1 рубль).

Необходимо учитывать, что для уравнения (3.16)

$$F(IRR_m) = \sum_{i=0}^N \frac{NCF_i}{(1 + IRR_m)^i} = 0$$

может иметься i различных решений. Некоторые из них могут быть комплексными числами, которые не имеют практического применения для измерения результативности венчурного инвестирования. Эти решения не рассматриваются.

Может, однако, иметься больше чем одно действительное решение. Найти единственное решение можно следующим образом. Если построить график чистой приведённой стоимости (NPV) для различных значений внутренней нормы доходности, то есть график

$$\sum_{i=0}^N \frac{NCF_i}{(1 + IRR_m)^i}, \quad (3.18)$$

для диапазона значений внутренней нормы доходности - тогда действительные решения уравнения (3.16) будут находиться в точке пересечения графика с осью X.

Решения – это точки, которые удовлетворяют уравнению (3.16), поскольку здесь NPV равен нулю. В идеале, нужно строить график NPV для широкого диапазона значений ВНД. Грубого графика хватает только для того, чтобы аппроксимировать те значения ВНД, для которых NPV является нулевым. Если имеется больше чем одно действительное решение - то есть, где график пересекает ось X более чем в одной точке – необходимо их индивидуальное исследование, чтобы видеть, могли ли бы они обеспечивать практическое решение, которое является понятным в рамках решаемой проблемы. Например, график мог бы выдавать положительные и отрицательные значения IRR_m , в которых NPV является нулем, для специфического фонда рискованного капитала. Если известно, что величина капитала, полученного фондом превышает вложенный капитал, то имеется положительное возвращение, а отрицательные решения, хотя математически истинные, не должны рассматриваться. Опять же, если известно, что фондом было достигнуто небольшое возвращение, любые решения, которые являются чрезвычайно высокими, могут также игнорироваться.

В идеале, тогда, нужно строить график NPV -функции для диапазона значений IRR_m . Это должно позволить вычислить приблизительное значение ВНД, которое удовлетворяет здравому смыслу и является понятным в пределах поставленной проблемы измерения результативности венчурных инвестиций. Далее, это приблизительное решение улучшается числовыми методами и выдаётся более точное значение для ВНД.

Можно, однако, не строить такой график. Вместо этого можно попытаться сделать разумное предположение значения ВНД для фонда и затем использовать его как приблизительное решение, которое числовые методы должны улучшить. Однако, если, предположение сделано очень плохо, можно найти математически точное решение, но это не будет правильным решением в рамках вычисления результативности инвестиционной деятельности фонда. Это применимо вне зависимости от того, используется ли специальное программное обеспечение или встроенные функции вычисления ВНД с помощью стандартных пакетов

крупноформатных таблиц программного обеспечения типа Lotus 123 или Excel. Перед описанием того, как использовать стандартные пакеты крупноформатных таблиц, чтобы решить уравнение (8), опишем один из числовых методов, который может, на наш взгляд, использоваться для улучшения начальной оценки, полученной из значения ВНД с требуемой степенью точности.

Метод Ньютона (также известный как метод Ньютона-Рафсона) утверждает в этом случае, что, если IRR_1 , является приблизительным решением уравнения (3.16), тогда IRR_2 , определенный следующим образом, - лучшее приближение:

$$IRR_2 = IRR_1 - \frac{F(IRR_1)}{F'(IRR_1)}, \quad (3.19)$$

Где $F'(IRR_m)$ - результат дифференцирования $F(IRR_m)$. Подставим тогда IRR_2 в уравнение (3.16) чтобы видеть, будет ли NPV достаточно близок к нулю, чтобы гарантировать рассмотрение этого решение, учитывая требуемую степень точности. Если нет, тогда в уравнении (3.19) заменим IRR_1 на IRR_2 , чтобы получить еще лучшее приближение - IRR_3 , и так далее.

В некоторых случаях, метод Ньютона может терпеть неудачу. В схеме вычисления уравнения (3.18) для диапазона значений IRR_m , это произойдет, если имеется максимум или минимум в окрестности решения. В этом случае, многочисленные итерации метода Ньютона не вычислят соответствующее решение. График продемонстрировал бы эту проблему, показывая максимум или минимум в окрестности решения. Где дело обстоит таким образом, решение должно быть найдено альтернативными средствами.

Рассмотрим вычисление ВНД с использованием стандартного программного обеспечения крупноформатной таблицы. Некоторые стандартные пакеты программ крупноформатной таблицы, типа Lotus 123 и Excel, имеют встроенные функции, чтобы облегчить вычисление IRR_s . Необходимо, по нашему мнению, дать рекомендации относительно того, как можно использовать пакеты типа Lotus 123 или Excel.

Можно предположить фиксировать поток чистой наличности в течение каждого месяца в смежных ячейках в крупноформатной таблице. В месяцах, для которых поток наличности является нулевым, введите нулевое значение, а не оставляйте пустые ячейки, т.к. некоторые пакеты игнорируют пустые ячейки в целом.

Необходимо тогда определить оцененный ВНД. Компьютер тогда приложит усилия для вычисления улучшенного значения для ВНД (предполагая, что значение оценки - не случайность, а точный ответ) итеративным способом. Если ВНД полученный с использованием программного обеспечения значительно отличен от того, что ожидали, или если появилось сообщение об ошибке, нужно пересмотреть начальную оценку.

Необходимо понять какое значение вычисленное компьютером является ВНД. Это вероятно периодическая ВНД, что означает, если ежемесячные денежные потоки были внесены в крупноформатную таблицу будет вычислен ежемесячная ВНД; аналогично, если ежеквартальные данные внесены вместо ежемесячных, то будет вычислен ежеквартальная ВНД.

Ежемесячная ВНД, полученный с использованием ежемесячных данных денежного потока, преобразовывается в ежегодную ВНД как описано выше, с использованием уравнения (3.17). С другой стороны, с целью ввода начальной оценки для ежемесячной внутренней нормы доходности IRR_m , оцененная ежегодная IRR_A , может быть преобразована в оцененную ежемесячную IRR_m , используя следующее уравнение:

$$IRR_m = (1 + IRR_A)^{1/12} - 1,$$

Это следует непосредственно из уравнения (3.17).

Необходимо, по нашему мнению, отметить чувствительность ВНД к движению денежных потоков, рассчитанная автором на основе гипотетических примеров и с использованием стандартной таблицы Excel (табл.3.5).

Таблица 3.5.

Чувствительность ВНД ко времени

Движение денежных потоков по различным профинансированным проектам				
Год	1	2	3	4
Вариант 1				
Денежный поток	-10000	5000	5000	10000
Вариант 2				
Денежный поток	-10000	0	0	20000

Оба сценария показывают увеличение денежного потока до 10,000 (то есть 20,000 - 10,000), однако ВНД первого варианта составляет 38,3 %, а ВНД второго – 25,9 %.

На ВНД может влиять также структурирование сделки, т.е. выбор различных типов ценных бумаг. Рассмотрим этот факт на следующем примере (табл. 3.6).

Таблица 3.6.

Эффект от изменения типов финансирования на возможном возвращении инвестора

Финансирование ранней стадии развития предприятия	Год 0	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 5
1	2	3	4	5	6	7
Прибыль перед уплатой процентов и налогов	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0
Процент (доля)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Налог	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

1	2	3	4	5	6	7
Прибыль после уплаты процентов и налогов	2.0	2.4	2.8	3.2	3.6	4.0
Кассовая наличность(остатки)	0.0	2.4	5,2	8.4	12.0	16.0
Стоимость компании (10 кратная прибыль перед уплатой процентов и налогов)	20.0					40.0
Избыток(положительное сальдо) наличности	0.0					0,0
Стоимость приобретения	20.0					
Доход полученный в результате выхода						56.0

ВАРИАНТ 1	Наличный расчёт	%	ВНД	Доход
1	2	3	4	5
Обычные акции у инвестора	19.750	60%	11.2%	33.600
Обычные акции у управления	0.250	40%	145.7%	22.400
Всего по варианту 1	20.000	100%		56.000
ВАРИАНТ 2	Наличный расчёт	%	ВНД	Доход
Привилегированные акции у инвестора	19.375			19.375
Обычные акции у инвестора	0.375	60%		21.975
Всего инвестиции	19.750		15.9%	41.350
Обычные акции у управления	0.250	40%	125.7%	14.650
Всего по варианту 2	20.000	100%		56.000
ВАРИАНТ 3	Наличный расчёт	%	ВНД	Доход
Привилегированные акции у инвестора (с 10% кумулятивным дивидендом)	19.375			31.205
Обычные акции у инвестора	0.375	60%		14.877
Всего у инвестора	19.750		18.5%	46.082

1	2	3	4	5
Обычные акции у управления	0.250	40%	108.8%	9.918
Всего по варианту 3	20.000	100%		56.000
ВАРИАНТ 4	Наличный расчёт	%	ВНД	Доход
Банковский кредит (с 10% кумулятивным процентом)	10.000		10%	16.105
Привилегированные акции у инвестора (с 10% кумулятивным дивидендом)	9.375			15.090
Обычные акции у инвестора	0.375	60%		14.883
Всего у инвестора	9.750		25.2%	29.973
Обычные акции у управления	0.250	40%	108.8%	9.922
Всего по варианту 4	20.00 0	100%		56.000

Метод по оценке результативности венчурной деятельности фонда был предложен нами и принят к использованию региональным венчурным фондом Европейского банка реконструкции и развития в Центральном Черноземье, управляемый компанией «РАБО-Черноземье».

В этом параграфе нами был предложен способ оценки результативности венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий, который может быть использован в российских фондах венчурного капитала. Для расчета результативности инвестиций рискованного капитала автором предложено использовать следующие типы внутренней нормы доходности:

- валовой возврат на реализованные инвестиции;
- валовой возврат на все инвестиции;
- чистая внутренняя норма доходности инвестора.

Для вычисления внутренней нормы доходности рекомендуется использование стандартных программ типа Lotus 123 или Excel.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

По мнению автора, целью венчурного бизнеса, как и любой другой предпринимательской деятельности, является получение прибыли, значительно превышающей проценты по банковским депозитам, с использованием прямого финансирования инновационных проектов. Для достижения этой цели венчурному капиталисту необходимо решить следующие задачи:

- повышение эффективности процесса коммерциализации технологий;
- поддержка и стимулирование развития передовых отраслей промышленности (биотехнология, информационные технологии и пр.);
- стимулирование развития малого инновационного предпринимательства;
- повышение «предпринимательской культуры» отечественных бизнесменов.

Содержанием венчурного бизнеса, по мнению автора, является единство всех составных элементов венчурного бизнеса, его свойств, внутренних процессов, связей, противоречий и тенденций. Оно выражается в том, что венчурное предпринимательство – это деятельность по финансированию инновационных проектов, помощи предпринимателям в управлении предприятием и возврату вложенного капитала, которая предполагает комплекс научных, организационных, финансовых и коммерческих мероприятий, приводящих в совокупности к доведению инновации до серийного производства и получению венчурным капиталистом прибыли.

Автором проведена систематизация принципов венчурного финансирования и их корректировка с учетом последних изменений в процессе венчурного финансирования инновационных проектов и особенностью российских условий.

Начальный этап – формирование венчурного фонда. Можно, на наш взгляд, выделить следующие основные принципы, которых следует придерживаться при организации венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий:

- принцип специализации венчурных фондов;

принцип создания фондов на основе общности инвестиционных интересов инвесторов венчурного капитала;

принцип выбора организационно-правовой структуры, позволяющей избежать двойного налогообложения.

принцип запрета на вложение собственных средств менеджерами управляющей компании в проекты финансируемые фондом;

принцип подотчетности действий управляющей компании перед инвесторами;

принцип поддержания партнерских отношений с инвесторами венчурного капитала.

преимущественное финансирование высокотехнологичных проектов;

принцип отбора проектов, основываясь на человеческом потенциале;

принцип финансирования проекта, а не предприятия;

принцип ограниченного вмешательства в управление компанией;

подконтрольность деятельности менеджмента профинансированного предприятия;

помощь менеджменту портфельной компании в управлении;

планирование и подготовка к процессу «выхода» с момента инвестиции.

принципа диверсификации риска по проектам;

принципа поэтапного выделения средств;

принципа поддержания венчурным капиталистом «активной» позиции в управлении предприятием.

Развитая венчурная инфраструктура России может явиться мощным стабилизирующим фактором развития финансов, экономики и политики. Для этого, по мнению автора, необходимо определить и реализовать следующие направления по созданию в России благоприятных условий для развития венчурного бизнеса:

переориентирование системы налогообложения на получение прибыли, создание понятного механизма взимания налогов и недопустимость обратной силы законов;

изменения в законопроектах, касающихся защиты интересов акционеров, имеющих неконтрольный пакет акций предприятия;

упрощение требований к регистрации венчурных инвестиций, замена разрешительной системы на уведомительную;

создание законодательной базы деятельности венчурных фондов;

создание благоприятных условий для развития малого предпринимательства;

стимулирование развития неформального рынка венчурного капитала.

Начальный этап организации венчурного финансирования – это создание венчурной компании, которая будет привлекать и управлять привлеченными средствами, размещая их по инновационным проектам.

В качестве организационной формы управляющей венчурной компании следует использовать, на наш взгляд, схему «звезда».

Процесса создания венчурных фондов и привлечения инвесторов носит название «сбор средств». Этапы процесса организации венчурного фонда включают проведение маркетинговой деятельности по привлечению инвесторов рискованного капитала; анализ рынка; определение инвестиционной политики фонда; выбор структуры фонда; определение сроков и условий; составление информационного меморандума, с использованием информации пп.1-5; создание фонда и сбор средств; закрытие фонда.

Процесс организации маркетинговой деятельности по привлечению инвесторов венчурного капитала следует, по нашему мнению, проводить по следующим этапам:

выбор инвестора;

определение требований инвестора;

налаживание отношения с инвестором.

Большинство инвесторов считают команду менеджеров самым главным критерием, который позволяет определить, поддерживать фонд или нет.

Существуют ограничения коммерческого плана, которые требуют, чтобы была выбрана определенная организационно-правовая структура фонда, позволяющая избежать двойного налогообложения.

Следующий моментом, который должен быть учтен при создании венчурного фонда – это определение сроков и условий.

Управляющей компании следует критически оценить свои сильные и слабые стороны и найти способ представить инвесторам сбалансированный и привлекательный пакет предложений.

После завершения процесса привлечения средств инвесторов и закрытия венчурного фонда наступает этап венчурного финансирования, который включает привлечение проектов для финансирования; отбор инвестиционных предложений; непосредственного инвестирования; пост-инвестиционного менеджмента.

Венчурный капиталист может использовать следующие пути для нахождения выгодных ему инвестиционных возможностей:

- изучение предложений, поступающих от предпринимателей;
- самостоятельный поиск привлекательных инвестиционных возможностей;
- создание сети советников и референтов из частных лиц и учреждений, которые будут направлять предпринимателей к венчурному капиталисту.

Лучшим, по нашему мнению, вариантом является совместное использование необходимого при данных условиях сочетания этих трех способов.

Процесс «тщательного изучения» включает:

- анализ бизнес-плана;
- знакомство с менеджерами и посещение производства;
- самостоятельное изучение рынков и технологий;
- решение вопроса о сделке по результатам тщательного изучения;
- проведение детального тщательного изучения с привлечением внешних экспертов.

Следующий этап инвестиции, на котором необходимо оговорить все юридические аспекты сделки.

После приобретения пакета акций наступает «пост-инвестиционный период» - процесс взаимодействия венчурного капиталиста и предпринимателя в управлении и контроле за развитием проекта.

Одним из заключительных этапов венчурного финансирования является процесс возврата венчурного капитала или процесс «выхода» венчурного инвестора из этого предприятия. Организация процесса выхода должна основываться на «активном» подходе и состоять из следующих этапов:

тестирование менеджмента предприятия на предмет отношения к будущему выходу (на этапе тщательного изучения);

планирование выхода с момента первой инвестиции (определение способов и времени);

подготовка к выходу;

маркетинг выхода;

осуществление выхода.

Выход при венчурном инвестировании неизбежен, поэтому для венчурного инвестора важно знать отношение предпринимателя к будущему выходу. Если предприниматель не разделяет позицию венчурного капиталиста относительно «выхода», то финансирование предприятие не целесообразно.

После реализации доли фонда в проинвестированном предприятии, необходимо сразу распределить полученные средства между инвесторами. После реализации всех инвестиций фонд расформировывается и венчурная компания может приступить к созданию нового фонда.

При построении методики по оценке привлекательности инновационного проекта для венчурного финансирования рассматривался классический случай венчурного инвестирования, когда существует только инновационный проект и пока еще нет предприятия, или оно не имеет достаточно длительной финансовой истории.

Для оценки инновационного проекта было предложено использовать метод дисконтированного денежного потока.

При расчете индивидуальной ставки дисконтирования рекомендуется учитывать:

реальная безрисковая ставка ссудного процента;

инфляционные ожидания;

рыночная премия за риск нессудного инвестирования;

относительного уровня специфических рисков проекта;
 премия за риск вложения в малые предприятия;
 премия за закрытость предприятия;
 премия за приобретение неконтрольного пакета акций
 премия за отдельные за отдельные «несистематические» риски, присущие конкретному проекту.

Для уменьшения воздействия различных непредвиденных обстоятельств на развитие инновационного проекта, мы предлагаем следующий комплекс мер по страхованию венчурного капитала, позволяющий уменьшить риск потери инвестированных средств:

- распределение венчурного капитала между различными проектами;
- использование гарантийных фондов;
- структурирование сделки;
- урегулирование юридических аспектов сделки.
- совместное финансирование проекта с другими венчурными капиталистами – синдикация;
- поэтапность финансирования проекта.
- планирование процесса «выхода»;
- контроль за ходом сделки и участие в управлении с позиции «протянутой руки».

Тщательное выполнение всех этапов венчурного инвестирования положительно сказывается на развитии сделки и является, по нашему мнению, лучшим способом страхования венчурного капитала.

Был предложен способ оценки результативности венчурного финансирования инновационной деятельности предприятий, который может быть использован в российских фондах венчурного капитала. Для расчета результативности инвестиций рискового капитала автором предложено использовать следующие типы внутренней нормы доходности:

- валовой возврат на реализованные инвестиции;
- валовой возврат на все инвестиции;
- чистая внутренняя норма доходности инвестора.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Американская экономика: Человек, технический прогресс и предпринимательство / РАН. Ин-т США и Канады. М., Наука, 1993, 240 с.
2. Американский фонд венчурного капитала в России // <http://www.crdf.ru/>
3. Ашаров М. История успеха венчурного капиталиста Ву-Фу Чена // http://tech.msnbc.ru:8104/column/index.pl?theme_id=44
4. Банки традиционно выступают источниками венчурных капиталов // <http://www.nns.ru/obzor/1997/0820/morning/20.html>
5. Барановская Т. Что нам стоит фонд построить // Невское время, № 174 (1577), 25 сентября 1997, <http://base.dux.ru/enpp/newspapers/nevrem/arts/nevrem-1577-art-17.html>
6. Барышников А.С. Факторы финансового риска иностранных инвестиций применительно к условиям российской экономики // Вестник СПб.ун. Сер. 5. Экономика. СПб., 1993, Вып.4, С.41-46.
7. Бирман Г., Шмидт С. Экономический анализ инвестиционных проектов / Пер.с англ. под ред. Л.П. Белых. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997, - 631 с.
8. Бобылов Ю. Конкурсы и торги для размещения крупных НИОКР и создания сложных технических систем // Вестник РФФИ, №3, сентябрь 1998.
9. Бочкарев А. Опыт венчурного предпринимательства в Великобритании // http://www.lgg.ru/~ivr_mgzn/ivr1298/p981203.htm
10. Бочкарев В.А., Соколов В.О., Ямович А.А. Концепция стратегии управления кредитно-инвестиционной политикой государственного венчурного фонда Самарской области // http://www.sme.ru/orgs/venfund/fund/otdoc/articles/article_97.html
11. Бузько И.Р. Экономический риск (методы анализа, оценки и ограничения). – Донецк: ИЭП НАН Украины, 1996. – 331с.
12. Бунчук М. Неформальный рынок венчурного капитала: бизнес-ангелы // <http://www.orc.ru/~ecgroup/tb/number2/page02.htm>
13. Бунчук М. Роль венчурного капитала в финансировании малого инновационного бизнеса // <http://www.orc.ru/~ecgroup/tb/number1/page02.htm>

14. Бунчук Михаил. Как увеличить предложение венчурного капитала в России?
// <http://www.orc.ru/~ecgroup/tb/number3/page01.htm>
15. Буров В.П., Галь В.В., Казаков А.П., Морошкин В.А.. Бизнес-план инновационного проекта. Методика составления. Методическое пособие. – М.: ЦИПКК ФП, 1997. – 106 с.
16. Буйкина А.Н. Малый бизнес: государственное регулирование. – М.: РАГС, 1998, - 277 с.
17. Бхайд О. Как обойтись без капитала // Интерлинк, - М., 1993, №2. – С.26.
18. В России действует 17 зарубежных венчурных фондов // <http://www.rbc.ru>
19. В России появились первые ростки венчурного (рискового) финансирования
// «Финансовые известия» от 21.01.97
20. Валдайцев С.В. Коммерческая реализация новых технологий. СПб, СпбГУ, 1995.
21. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и инновации. - М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. - 336с.
22. Вартаньян К.А. и др. Инвестиции в инновационный процесс // <http://www.nw-innovations.ru/analitika/orgformi/list3/text/tema3.html>
23. Венчурное финансирование инновационных проектов / Общ. ред. и сост. к.ю.н. А.М.Балабан, к.п.н. М.А.Балабан. М.:АНХ, 1999.-247 с.
24. Венчурное финансирование инновационных технологий - путь к высокому уровню жизни // <http://www.sbn.finance.ru/obzori/idea.htm>
25. Венчурное финансирование: теория и практика / Сост. докт. техн. наук Н.М. Фонштейн. М.: АНХ, 1998. – 272 с.
26. Венчурные капиталисты инвестировали в американские компании рекордную сумму // http://www1.ritmpress.ru/it/news/99/08/08_439.htm, 1999.
27. Венчурный капитал в странах СНГ. Справочник / пер. с англ. И. Богданов при участии Российского Технологического Фонда. Zaventem (Belgium) – Vanden Broele Ltd., 1998. – 148 с.
28. Венчурный капитал. Обзор инвестиций венчурного капитала // <http://www.wstan.com/win/vench/>
29. Венчурный фонд «Грин Грант» // <http://www.venture-nvf.ru>

30. Власов А.В. Венчурный капитал в России // <http://www.rvca.ru>
31. Власов А.В. Малое предпринимательство и прямые инвестиции в России // <http://techbusiness.ru/tb/page23.htm>
32. Волков И., Грачева М. Вероятностные методы анализа рисков // http://www.cfin.ru/finanalysis/monte_carlo3.shtml
33. Волков И.М., Грачева М.В., Алексанов Д.С. Критерии оценки проектов // http://www.cfin.ru/finanalysis/cf_criteria.shtml
34. Гарнер Дэниэл, Роберт Оуэн, Роберт Конвей. Привлечение капитала / Пер. с англ. – М.: «Джон Уайли энд Санз», 1995. - 464 с.
35. Гарнер Рошель. Единожды доказав, кто тебе поверит... // Computerworld Россия №2, 1998.
36. Гулькин П. Венчурный капитал // <http://www.cfin.ru/investor/venture.shtml>
37. Гупта У. Стратегия венчурных капиталовложений // Экономика информатики N36_95 с.47-48,58.
38. Гусаков М.А., Денисов Е.Ф. Экономика венчурного бизнеса : Текст лекций / С.-Петербург. Ун.эк. и фин. Каф. Экономики пром.произ. и инноваций. - Спб.: Изд. СПб ун.эк. и фин.-74 с.
39. Дагаев А.А. Механизмы венчурного (рискового) финансирования: Мировой опыт и перспективы развития в России // Менеджмент в России и за рубежом №2, 1998, с.101-117.
40. Даль В.И. Толковый словарь живого великорусского языка. Т. 1-4. – М.: Русский язык, 1978 г., Т.3. П.1980. 555 с.
41. Дамари Р. Финансы и предпринимательство: Финансовые инструменты, используемые зап. Фирмами для роста и развития организации. Пер. с англ. - Ярославль : Периодика, 1993,-223 с.
42. Дворжак Иван, Кочишова Ярослава, Прохазка Павел. Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы // http://www.PTRU.ru/Issues/6_99/pub_23.htm
43. Дмитриев В. Венчурный бизнес в программах НТП // Международное экономическое сотрудничество. М., 1991, №3, С.18-27.

44. Друкер П. Рынок: как выйти в лидеры. Практика и принципы. М.: «Бук Чембэр Интернэшнл». – 352 с.
45. Дьяченко Олег, Шведов Владимир. Инвестиции средств в венчурные проекты // <http://www.bflsm.spb.ru/scripts/bflsm/rus/invest/index.asp>
46. Жильцов С. Венчурный капитал привлёк внимание правительства // Русские известия 08/14/97 <http://www.info.samara.ru/russika/index.asp>
47. Зворыкина Ю. Оценка рисков инвестиционных проектов // <http://expert.ru/oborud/archiv/09-97/data/risk.htm>
48. Зубарева Т.С. Индустрия венчурного капитала: Учебное пособие для преподавателей и студентов эк.фак. / Новосибирский гос.техн.ун.-Новосибирск.,1995.-75с.
49. Идрисов А. Подготовка предприятия для привлечения инвестиций // <http://www.cfin.ru/investor/duе-diligence.shtml>
50. Инвестирование и инновационный бизнес: мировая практика - венчурный капитал /Составл. и общ. ред. д.т.н. Н.М.Фонштейн - М.: "ЗеЛО", 1996. - 172 с.
51. Иностраные прямые инвестиции в малые и средние предприятия и с помощью малых и средних предприятий в странах с переходной рыночной экономикой. Материалы 5-го пленарного заседания Консультативной группы по инвестициям. М., 1996, 314 с. В надзаг. Организация экономического сотрудничества и развития.
52. Информационная система «Кодекс» // <http://www.kodeks.net/win/noframe/ur-slovar>
53. Ипполитов К.Х.. Малое предпринимательство: идеология, роль в экономике страны и перспективы развития // <http://www.aha.ru/~rspb/archiv/malpr.htm>
54. Катъкало В.С. Особенности роста венчурной фирмы (опыт «Дженентек») // США: Эк Пол. Идеол., М., 1993, №6, С.118
55. Качалин В. Организация венчурного предпринимательства //Проблемы теории и практики управл., - М., 1992- № 1 - С.61
56. Когда окупаются упорство // <http://www.anglo-business-club.com/4/eqos.htm>

57. Коммерциализация технологий. Мировой опыт – российским регионам / Составл. и общ. ред. д.т.н. Н.М. Фонштейн – М.: «Moscow News», 1995. – 224 с.
58. Коммерциализация технологий: российский и мировой опыт / Составл. и общ. ред. д.т.н. Н.М. Фонштейн, к.ф.-м.н. А.А. Петруненок – М.: «ЗелЮ», 1997. – 376 с.
59. Компания рискованных инвестиций РИКО // <http://www.science.park.ru/rico.htm>
60. Костров В. Венчурный капитал Чехии // газета «Чехия сего дня», январь, 1999г., <http://www.czech.dux.ru/jan02.htm>
61. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1999. – 576 с.: ил.
62. Кредитование / Пер. с англ. Под ред. М.А. Гольдберга. Киев: Торгово-издательское бюро ВНУ, 1994 г., 384 с.
63. Лебедева Е.А. Венчурные фирмы в США // Вопросы изобретательства. М.1990, №8. С.54-58
64. Лебедева Е.А. Инновационный бизнес в США / РАН. Институт мировой эк. и междунар. отн. - М.,1994.-61с.
65. Литвинов И.П.. Стиль управленческой деятельности: теоретические аспекты, методы диагностики и оптимизации. Элиста, АПП «Джангар», 1997 г., - 128 с.
66. Люксембург: «налоговый рай» - миф, но привлекательные моменты есть // <http://www.topserver.donetsk.ua/off-shor/LU/text02.shtml>
67. Макаревич Л. Банкиры начинают вкладывать деньги в науку // Известия. – 1995. –1 дек. (Фин. известия; №95, с.4).
68. Макаров В. Анатомия бизнеса // <http://www.irkutsk.ru/vsp/37/37-12-1.htm>
69. Малый инновационный бизнес в США и Российской Федерации : Учеб. пособие / Ин-т пром. Собственности и инноватики. М., 1995. 161 с. Библиогр.: с.47-48 (25 назв.)
70. Малый инновационный бизнес в США и Российской Федерации: Учеб. пособие / Ин-т пром. Собственности и инноватики. М., 1995. – 161 с.

71. Марковский В. Проблемы инвестирования малого бизнеса // Санкт-Петербургское ЭХО N 71(184), 19 июня 1996
72. Марушкина М.А. Компьютерные системы в оценке эффективности инвестиционных проектов. Материалы международной конференции «Управление проектами», СПб, 1995.
73. Материалы обучающего семинара: Моделирование и математические методы венчурного капитала с изучением примеров (кейсов). Пауль Шапиро, Тина Нифорс, Европейский Банк Реконструкции и Развития, 1998.
74. Матюшко В. Оценка эффективности инвестиционных проектов с помощью компьютерных технологий // <http://www.gu.kiev.ua/officemag/0197/40.htm> , 1997.
75. Меркль Эрик. Финансирование венчурным капиталом // *Wirtschaftswissenschaftliches St 13*, no.(№) 5, (1984): 245-248.
76. Методические рекомендации. Оценка финансового состояния в процессе инвестиционного проектирования
http://www.rel.ru/members/text_1/pril_2.html
77. Мотовилов О.В. Банковское и коммерческое кредитование и финансирование инноваций / С.-П. Гос. Ун. - СПб,1994,-110с. (Механизм рискованного финансирования)
78. Недосекин А., Воронов К. Новый показатель оценки риска инвестиций // http://www.cfin.ru/finanalysis/vm_ratio.shtml
79. Неформальные процедуры отбора и оценки инвестиционных проектов
Неформальные процедуры отбора и оценки инвестиционных проектов // http://www.rel.ru/members/text_1/pril_6.html, «Российская экспертная лига», 1998.
80. Нижневолжский региональный венчурный фонд // <http://www.vlink.ru/~vencap/>
81. Организация проведения конкурсов и финансирования инвестиционных и инновационных проектов в сфере малого и среднего предпринимательства: Метод и правовые аспекты / В.Л. Белоусов, В.И. Богданов, В.С. Зимин и др.; Под. Ред. В.Л. Белоусова. М.:РИНКЦЭ, 1995, 74с.

82. Организация производства: Учеб. для вузов / О.Г. Туровец, В.Н. Попов, Б.Н. Родионов и др.; под ред. О.Г. Туровца. – Воронеж, 1993. – 384 с.
83. ORACLE объявляет о создании венчурного фонда размером \$100000000 // http://dwarf.oracle.ru/ref/press/press_releases/pr990114.html
84. Отставнов М. Постиндустриальная революция в Европе // <http://nagual.pp.ru/~ache/cgi-bin/w2k.cgi?http://www.geocities.com/SoHo/Studios/1059/pubs-europe.html>
85. Оценка риска инвестиций: Value-at-Risk подход // <http://www.iifd.ru/content/VaR.html>
86. Оценка риска по методу Вексницкого // <http://arw.dcn-asu.ru/econ/ef/publicat/filipov1.htm>
87. Петруненок А. Оценка коммерческой привлекательности проекта // <http://www.orc.ru/~ecgroup/tb/number2/page01.htm>
88. Планирование успеха. Введение в бизнес-планирование. Финансирование малого бизнеса в России // <http://www.kord.ru/invest/bplan/fin.htm>, 1995.
89. Поляков В. Рисковые инвестиции // Проблемы Дальнего Востока, М., 1990, №4. С.54-60.
90. Приоритеты для прямого инвестирования в России. European Private Equity and Venture Capital Association Minervastraat 6, 1930 Zaventem, Belgium, p.18, www.evca.com
91. Проблема инвестиции в России: дело не в отсутствии денег, а в неумении убедить инвестора ими рискнуть // <http://banker.rating.ru/RUS/PRESS/NNS/1996/9610/25/previos/28.html> НСН по материалам журнала "Дело" (Самара) от 11.10.96
92. Проект федерального закона о венчурной деятельности // <http://www.venture-nvf.ru>
93. Пряников Б.П. Рынок «венчурного» капитала в новой модели инновационного процесса США / Челябинский гос. Ун-т. - Челябинск, 1992, -26с. Рукопись дел. В ИНИОН РАН №47972 от 27.04.93
94. РАБО-Черноземье». Реальные инвестиции в реальное производство // http://sodeistvie.chernozem.ru/6_99/article_11.htm

95. Различные способы финансирования деятельности фирмы // <http://www.smesupport.leontief.ru/102cat/finance.html>
96. Ратанин П.И. Инновационное предпринимательство в переходный период России к рынку. М., ИНЭП, 1993, 174 с. В надзаг.: Акад. естеств. наук РФ. Ин-т экономики и орг. предпринимательства.
97. Родионенков П.А. Современные орг.-эк. формы реализации научно-техн. Достижений // Вестн. С.-Петербургского ун., Сер. 5, Экономика, СПб, 1992, Вып.1, с.26
98. Родионов И. Способы честного отъема иностранного капитала // <http://is.park.ru/parknoframes/document.asp?dno-432281&no-1919>
99. Роль отечественного капитала в поддержке инноваций // Рынок ценных бумаг №2 (161) 2000, <http://www.sbn.finance.ru/obzori/kapital.htm>
100. Российская ассоциация венчурного финансирования / www.rvca.ru/VC.ru
101. Руководство по финансовым технологиям. Венчурный капитал // <http://docs.rcsme.ru/rus/RC/Fin-technol/Part2-1.htm>
102. Рынок Роста Санкт-Петербург // http://www.gms.ru:8101/gms/description_r.html
103. Савельев С.Н., Соколов В.О., Ямович А.А. Инновационная деятельность и проблемы венчурного инвестирования в малые инновационные предприятия // http://SME.RU/orgs/venfund/fund/otdoc/articles/pub_ven_rus.htm
104. Савельев С.Н., Соколов В.О., Ямович А.А. Инновационная деятельность и проблемы венчурного инвестирования: региональные аспекты // Аналитический журнал "Рынок Ценных Бумаг", № 23, 1999г., стр.46-48.
105. Савельева З.А. Венчурные фирмы и их роль в ускорении НТП // Вестник СПб университета. Сер.5. Экономика, СПб, 1994. Вып.2. – С.116-118.
106. Симаранов С. Российские технологии - бизнес или хобби // <http://www.orc.ru/~ecgroup/tb/number1/page02.htm>
107. Синникова Т.Н., Дагаев А.А.. Перспективы венчурного (рискового) финансирования нововведений в переходной экономике // <http://www-iso.bmstu.ru/facult/ibm/snto/book/bs.htm>

108. Смирнов Э.А. Основы теории организации: Учеб. Пособие для вузов. – М.: Аудит, ЮНИТИ, 1998. – 375 с.
109. Содус Э.К. Как получить финансовую поддержку: условия получения матер. поддержки от 84 фондов США, Англии, Германии и Японии: Учеба за рубежом, науч. исслед., гуманит. проекты, медицина и т.п. М., ЭРА, 1993, 47 с.
110. Сойфер В.Н. Новый механизм экспертизы научных проектов // http://194.85.223.6/rfbr/pub/vestnik/V6_96/SOIFER.ru.html , 1996.
111. Справочник инвестиционных фондов России. – М.: «Карана», 1995, <http://www.bcc.ru/HomePages/carana/russian/>
112. Твисс Б. Управление научно-техническими нововведениями. Сокр.пер. с англ. – М.: Экономика, 1989 – 271 с.
113. Финансирование вашего малого предприятия в России. М., 1995, 32. Программа развития предпринимательства.
114. Финансирование вашего малого предприятия в России. М.1995, 32 с. программа Развития предпринимательства.
115. Финансовая поддержка. Фонды // SIORA, 1999, <http://www.chelyabinsk.ru/sme/fin/>
116. Финансово-экономический механизм государственной поддержки инновационной активности и его региональные формы. Ч.1-II.- М.: Изд-во РАГС, 1997. – 320 с.
117. Фирсов В.А. Венчурное инвестирование в малый инновационный бизнес // США: Экономика. Политика. Идеология. - М.1993, - №12, с.12
118. Фирсов В.А. Организационные формы венчурного предпринимательства // Внешняя торговля - М., 1993,- № 1, с. – 37.
119. Фоломьев А.Н., Гейгер Э.А. Менеджмент инноваций. Теория и практика. – М.: АИРО-XX, 1997 – 160 с.
120. Фонд долевого участия в малых предприятия был создан Европейски банком реконструкции и развития десять лет назад для инвестирования в малый и средний российский частный бизнес // «Биржа плюс карьера» (Нижний Новгород), 10.12.97.

121. Фролова Н. Рисковое финансирование инновационного процесса // Экономика и жизнь, М, 1993, №19, с. 14
122. Фролова Н. Фонды рискованного финансирования // ЭиЖ, 1993, №16, с.15
123. Хизрич Р., Питерс М. Предпринимательство или как завести собственное дело и добиться успеха / Пер. с англ., М.: «Прогресс-Универс», 1993 (вып.3: Финансирование нового предприятия), 192 с.
124. Хикс Дж.Р. стоимость и капитал. Пер.с англ. – М.: издательская группа «прогресс», 1993, - 488 с.
125. Хотяшева О. Организационные формы управления инновационной деятельностью американских компаний // http://www.PTPU.ru/Issues/6_97/pu6_7.htm
126. Частное размещение акций // <http://www.ivr.ru/conference/issue.php>
127. Чувахин Н. Привлечение финансирования <http://i-connect.ru/~nc/fin.htm>
128. Шахкулян Рафаел, Джугурян Армен. Особенности оценки риска инновационных процессов в промышленности Армении // www.ptpu.ru/Issues/5_97/pu12.htm
129. Щербакова Л.И. Государственное регулирование развития инновационного предпринимательства на базе венчурного капитала. М. РАГС, 1996. – 56с.
130. Энциклопедия малого бизнеса или, как вести своё дело / Пер. с англ. Г.Г. Долуда, С.Г. Долуда. Под ред. Т.А. Слука. М.: «Книга интернэшнл», 1994, «Одиссей», 1994. – 286 с.
131. Юрьева Т.В. Интеллектуальная сфера и предпринимательство. Неприбыльный сектор: альтернатива бизнесу и государству. М., Анкил, 1994, 54 с.
132. Яновский А.М. Венчурные инжиниринговые, внедренческие фирмы // ЭКО: Экономика и организация промышленного производства. - Новосибирск, 1995-№10, с.48.
133. European private equity funds post strong performance record in 1997 record in 1997-1998 at 25 per cent. EVCA, Brussels, 1999.
134. European success stories. Andy Allars Prelude Technology Investments Ltd Sycamore Studios New Road Over GB-Cambridge CB4 5PJ 1999. P.46.

135. EVCA // <http://www.evca.com>
136. Fund raising and investor relations. EVCA, Belgium, 1998.
137. Guidelines. EVCA, 1999.
138. Jon Hirschtick's New Venture // Babson College, 02.02.97, <http://www.babson.edu/entrep/>
139. Legal and tax issues arising from cross border dealings on EASDAQ. EVCA, EASD, Belgium, 1996.
140. Muzyka Daniel F. Neverfail computing, EVCA, 1997
141. Muzyka Daniel F. Venture Capital Opportunity Selection Decision Criteria. INSEAD, 1998.
142. Neverfail Computing Thanksgiving Weekend // Babson College, 01.09.96, <http://www.babson.edu/entrep/>
143. Priorities for private equity. EVCA, Minervastraat 6/box 6, B-1930 Zaventem (Belgium), 1995
144. Private equity guidebook central & eastern europe. EVCA, 1993, Keibergpark, Minervastraat 6, Box 6 B - 1930 Zaventem, p.232
145. S.J. Korbin. Managing Political Risk Assessment: Strategic Response to Political Change. Berkeley: University of California Press, 1982.
146. Solid Works // Babson College, 05.07.97, <http://www.babson.edu/entrep/>
147. Strong Performance of European Private Equity continues Latest Study shows top quarter 30% net return for investors. EVCA, Geneva, 2000.
148. Tabourin Francis. Le capital risque en France: Principes et bilan // <http://www.bu.dauphine.fr/wsdocs/cahiers/ca8901.htm>
149. Terms on enterprise restructuring // <http://www.edimo.ru/glossaries/glentr/glentrv.htm>
150. The Economic Impact of Venture Capital in Europe. Coopers & Lybrand Corporate Finance. Minervastraat 6/Box 6, B-1930 Zaventem, Belgium, 1997
151. The impact of the introduction of the euro on the European venture capital market. EVCA, 1998.
152. Venture capital in OECD countries. Financial Market Trends. №63. P.29. 1996.

153. Wall John, Smith Julian. Better exits. Price Waterhouse Corporate Finance, for EVCA, No 1 London Bridge, 1997.

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Черты, присущие венчурному капиталу

Определения венчурного капитала	Черты венчурного капитала							
	Не котируются на фондовом рынке	Долгосрочный	Управляется специализированными фирмами	Долевой (акционерный) капитал	Предоставляется новым, развивающимся или трансформирующимся компаниям	Рисковый	Связан с инновациями	Перспективы быстрого роста профинансированных компаний
1	2	3	4	5	6	7	8	9
"Венчурный капитал" ... - форма финансирования, при которой инвестор, вкладывающий средства в компанию, не гарантирован от возможной потери залогом или залогом. /2/							+	
Венчурный капитал, ... является долевым капиталом, предоставляемым профессиональными фирмами, инвестирующими и совместно управляющими стартовыми, развивающимися или трансформирующимися частными компаниями, демонстрирующими потенциал для существенного роста. /14/			+	+	+			+
Венчурный капитал – это долгосрочный, рискованный капитал, инвестируемый в акции новых и быстрорастущих компаний с целью получения высокой прибыли после регистрации акций этих компаний на фондовой бирже. /13/	+	+		+		+		+
Венчурный капитал ... - это источник капитала для прямого инвестирования и форма вложения средств в частные компании. Венчурный капитал направляется в виде прямых инвестиций в компании, находящиеся на начальных стадиях развития, на стадии развития или расширения бизнеса. /33/				+				

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Венчурный капитал - это общий термин для обозначения всего спектра инвестиций в предприятия, акции которых не котируются на бирже. /19/	+			+	+			
Венчурный капитал - финансирование компании, основной отличительной чертой которого является зафиксированная контрактом возможность для финансиста не вернуть вложенные в проект деньги. Финансируются преимущественно компании, работающие в области высоких технологий. /30/						+	+	
... венчурный капитал - важный источник финансирования вновь создаваемых компаний, а также проектов по выпуску новой продукции и по переориентации производства; такого рода инвестиции имеют более высокую степень риска, но предполагают получения более высоких (выше обычного среднего уровня) прибылей в будущем. /28/					+	+		+
Рисковый капитал , сочетающий в себе различные формы приложения капитала (акционерного, ссудного и предпринимательского), выступает посредником в учредительстве стартовых наукоёмких компаний (так называемых венчуров) путём создания рискованных фирм-инвесторов. /32/				+			+	
Венчурный капитал - это инвестиции, которые вкладываются в акции венчурных предприятий, еще не котирующихся на биржах, на всех этапах развития этих предприятий, вплоть до этапа, когда венчурный капитал заменяется на фондовый. /9/	+			+	+			
Венчурный бизнес (так называемый рисковый) представляет собой одну из форм бизнеса в сфере коммерческого освоения и использования достижений НТП. /22/							+	

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Венчурный капитал ... можно представить как личные и корпоративные финансовые ресурсы внешних инвесторов, взявших на себя риск финансирования предприятий, обеспечивающих им высокие доходы в результате их последующего развития. /17/						+	+	+
... венчурный капитал может быть охарактеризован как источник долгосрочных инвестиций, представляемых на несколько (3-5-7) лет компаниям, находящимся на ранних стадиях своего становления, уже существующим предприятиям для их расширения и модернизации, а также для финансирования отдельных предприятий, входящих в крупные корпорации или частные фирмы. /31/		+			+			
... венчурный капитал ... «пул инвестиционных средств, руководимый высококлассными специалистами-профессионалами». /8, с.246/			+					
Венчурный капитал – специфический тип финансов, предоставляемых определёнными фирмами, которые инвестируют и одновременно участвуют в управлении молодыми компаниями, не котируемые на фондовом рынке. /2, с.272/	+		+					
Итого	4	2	3	6	5	4	4	4

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. Пример информационного меморандума

ВВЕДЕНИЕ

Нынешнее состояние российского венчурного бизнеса неудовлетворительно. Единственный путь к повышению эффективности инновационной деятельности в России лежит через создание сильного венчурного фонда.

Еще недавно, в условиях высокодоходных игр с ГКО, с одной стороны, и незрелости российского инвестиционного, а тем более венчурного бизнеса, с другой стороны, венчурный фонд вряд ли бы имел шансы на успех. Но время для такого фонда настало - его требует сама жизнь.

КОММЕРЧЕСКАЯ СТРАТЕГИЯ

Коммерческая стратегия Фонда строится с учетом международной практики работы венчурных компаний и чисто российских условий. Используя свой интеллектуальный и финансовый потенциал Фонд выполняет ряд задач, которые характерны для зарождающихся и развивающихся рынков интеллектуальной собственности, к которым относится Россия. Фонд строит свой бизнес на двух китах: инвестиции и патентно-лицензионная деятельность. Коммерческая стратегия в данном случае по ряду позиций согласуется и с национальной идеей, в частности со стремлением сократить отток интеллектуальной собственности за рубеж.

ВЕНЧУРНЫЕ ОПЕРАЦИИ

Фонд занимается инвестированием в высокотехнологические проекты, основанные на изобретениях и ноу-хау. Прежде всего, необходимые для жизни и здоровья людей. Спрос на такую продукцию будет всегда. Методическую поддержку Фонду оказывает Инвестиционный комитет. Кроме того, происходит сбор статистики для разработки оптимальных методов принятия решений с учетом российской специфики, новых схем инвестирования, алгоритмов работы с дилерами и технологическими брокерами и т.д.

Фонд предлагает следующие услуги на венчурном рынке:

- финансирование бизнес-идей (проведение дополнительных исследований, создание пилотных образцов продукции, российское и международное патентование), научно-исследовательских работ и начала продаж;
- кредитование управляющих и инвесторов для приобретения ими действующих компаний;
- финансирование компаний на начальных стадиях их коммерческой реализации, а также для пополнения оборотных средств, в обмен на долю в уставном капитале;
- сервисные услуги (RENT-A-FUND - использование инфраструктуры и возможностей Фонда для российского и международного патентования и реализации изобретений; PRIVATE - услуги личного менеджера в комплексе с финансовыми, юридическими, включая арбитражную поддержку, консультационными, информационными, представительскими услугами; INVENTION - создание технических решений на уровне изобретений «на заказ»).

РАБОТА С ПРОЕКТАМИ

Технология работы Фонда охватывает все этапы работы с проектами от предварительной экспертизы проектов до создания инновационных компаний и участия в управлении ими. При этом к инвестированию портфеля проектов фонда могут привлекаться как средства Инвестиционного консорциума Фонда, так и зарубежных партнеров.

ОСНОВНЫЕ ИСТОЧНИКИ ДОХОДОВ

- доходы от продаж акций (долей) инновационных предприятий;
- роялти и паушальная оплата по лицензионным договорам;
- поступления от продажи патентов;
- дивиденды по акциям инновационных предприятий;
- доходы от работы на фондовом рынке;
- поступления из бюджета;
- гранты российских, иностранных, международных организаций;

- иные доходы (поступления от проведения экспертиз, исследований, подготовки заключений и рекомендаций, оказания сервисных, консультационных и иных услуг)

ВЫПЛАТА ДОХОДОВ

В связи с особенностями российского рынка и недоверием как населения, так и потенциальных вкладчиков фонда к бизнесу, требующему «замораживания» средств на длительный период, как обычно бывает в венчурном бизнесе Фонд планирует частичную выплату доходов ежегодно, что отличается от практики классического венчурного бизнеса.

СТРУКТУРА ПОРТФЕЛЯ

Структура портфеля планируется на основании анализа рынка реальных инвестиционных услуг и рынка интеллектуальной собственности. Распределение инвестиций Фонда по отраслям промышленности с учетом имеющихся и рассматриваемых инновационных проектов впервые два года работы венчурного фонда может иметь следующий вид.

ХЕДЖИРОВАНИЕ РИСКОВ

Риск вложений Фонда в интеллектуальную собственность должен быть застрахован в страховой организации на случай ее неправомерного использования третьими лицами. Также в обязательном порядке должны быть застрахованы все имущественные риски инновационных предприятий - объектов венчурного инвестирования и риски, связанные с жизнью и здоровьем топ-менеджеров этих предприятий (страхователи - инновационные предприятия).

УПРАВЛЕНИЕ ВЕНЧУРНЫМ БИЗНЕСОМ

Управление венчурным бизнесом осуществляется через венчурные компании, создаваемые фондом как средства концентрации финансовых ресурсов и управляющие компании для инвестируемых проектов.

СЕГМЕНТАЦИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСОРЦИУМА

С целью учета предпочтений инвесторов через 1,5-2 года после начала работы Фонда и отработки механизмов венчурного финансирования в

российских условиях планируется создание 5-7 специализированных инвестиционных консорциумов (товары народного потребления, энергетика, коммуникации и т.д.).

СТАТУС ФОНДА

Некоммерческая организация.

НАИМЕНОВАНИЕ ФОНДА

СТАТУС ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСОРЦИУМА

Простое товарищество.

УЧАСТНИКИ И ПАРТНЕРЫ ФОНДА

Участниками и основными партнерами Фонда являются ...

СОТРУДНИЧЕСТВО

Фонд открыт для сотрудничества со всеми субъектами венчурной деятельности.

ИНТЕРЕСЫ УЧАСТНИКОВ ВЕНЧУРНОГО БИЗНЕСА

При разработке коммерческой стратегии учитывались интересы всех участников венчурного бизнеса:

1. Производственные предприятия. Повышение конкурентоспособности путем использования передовой техники и технологий, выпуска новых товаров, увеличения оборотных средств.

2. Патентообладатели и правообладатели. Получение адекватного вознаграждения от реализации изобретений и авторских прав.

3. Инвесторы – участники Инвестиционного консорциума Фонда. Получение дохода на вложенный капитал.

1. Финансовые институты - диверсификация деятельности, расширение спектра инвестиций.

2. Пенсионные фонды - оптимизация рискованной части инвестиций.

3. Страховые организации - реализация уникальной возможности работы на рынке интеллектуальной собственности, не противоречащей Правилам размещения страховых резервов.

4. Иностранные участники - формализация взаимодействия для работы на специфическом российском венчурном рынке.

ПРОГНОЗЫ

Проведенные расчеты дают благоприятные прогнозы: даже при пессимистическом варианте Фонд сможет обеспечить своим вкладчикам доход выше среднерыночного.

АУДИТ

Аудит Фонда будет осуществляться в соответствии с Указом Президента РФ № 2263 от 22.12.93г. «Об аудиторской деятельности в РФ». В качестве аудитора предполагается *Price Waterhouse Coopers*.

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. Пример инвестиционного меморандума

РЕЗЮМЕ

Мы рекомендуем фонду инвестировать \$20,000 для приобретения %% акционерного капитала и \$480,000 в качестве инвестиционного кредита с процентной ставкой %% годовых в компанию "XXX ltd". Инвестиционный кредит будет выдан компании "XXX ltd" в нужное ей время сроком на 4 года.

"XXX ltd" является основным частным поставщиком низкоэнергетичных электронно-лучевых ускорителей в России и одним из ведущих разработчиков специализированных рентгеновских установок. Инвестиция фонда будет использована для приобретения дополнительного производственного и тестирующего оборудования. Кроме того, часть средств будет израсходована для расширения производственных мощностей по производству рентгеновских установок. \$60,000 будет потрачено на создание производственной линии по изготовлению малых партий электронно-лучевого оборудования.

"XXX ltd" функционирует с 19xx года и сумела успешно пережить начальный этап переходного процесса от административно-командной к рыночной экономике в России. Основное ядро компании сформировано из выходцев из Научно-исследовательского института - головной организации в бывшем Советском Союзе, разрабатывавшей и изготавливающей сложное электрофизическое оборудование, как например ускорители электронов и сложную вакуумную технику.

ПРОДУКЦИЯ

Вплоть до последнего времени "XXX ltd" занималась разработкой двух типов электрофизического оборудования: низкоэнергетичные электронные ускорители и портативные рентгеновские установки. Одновременно, "XXX ltd" активно участвовала в разработке технологий низкоэнергетичных электронных ускорителей для использования их в новых областях. Эти области включают в себя обработку химических волокон, очистку выхлопных газов, синтеза различных материалов, например, лаков и красок, перегонку тяжелых фракций

нефти в легкие, скоростную сушку и прилегание красящих покрытий к поверхности.

Электронно-лучевая технология, обладающая значительным коммерческим потенциалом, использует ускоритель для получения эффекта "термоусадки" при производстве полимерных пленок. Вторичная эмиссия электронов с катода электронной пушки, бомбардируя поверхность пленки, позволяет создавать эластичный изоляционный материал, используемый для антикоррозионного покрытия трубопроводов. Благодаря небольшим размерам изделий "XXX ltd", их можно устанавливать как сверху, так и снизу движущейся ленты, обеспечивая тем самым, более однородную молекулярную структуру, чем при односторонней обработке аналогичными устройствами с высоким напряжением.

Достижения "XXX ltd" в области применения технологии термоусадки позволили компании заключить ряд контрактов с крупнейшими в России и СНГ производителями полимерных покрытий для предприятий энергетического комплекса. Общая сумма заказов этих предприятий на 19xx - 19xx гг. превышает \$\$ миллионов. "XXX ltd" начинает проникать на международный рынок - заключено несколько контрактов с азиатской компанией "XYZ International" на поставки и монтаж электронно-лучевых установок для антикоррозионной обработки полимерных покрытий.

РЫНОК

Основной упор в своей рыночной стратегии "XXX ltd" делает на производство электронно-лучевых ускорителей (ЭЛУ). Основными конкурентными преимуществами этого оборудования является низкое потребление энергии и разнообразие способов электронной обработки. При традиционной технологии электронной обработки используется метод узкополосной электронной бомбардировки при помощи специальных электромагнитных устройств, что требует потребления большого количества энергии. Технологическое решение, предлагаемое "XXX ltd", использует высокоэффективный ускоритель, который очень легко монтируется, благодаря

простоте конструкции и меньшим габаритам, по сравнению с альтернативными устройствами. Вследствие высокой материалоемкости производства ЭЛУ, западные производители находятся в менее благоприятных конкурентных условиях, чем российские. Кроме "XXX ltd" в России не существует другого поставщика электронно-лучевых ускорителей. Крупные государственные предприятия, производившие ранее менее совершенные низкоэнергетичные установки для военно-промышленного комплекса, оставили этот рынок, не справившись с экономическими проблемами последнего времени.

Цена на ЭЛУ "XXX ltd" зависит от уровня мощности и области обработки электронных пучков. Стандартная модификация ЭЛУ продается по цене \$120,000 - \$140,000. При использовании ЭЛУ для изготовления термоусадочной пленки, на каждой производственной линии необходимо устанавливать 2 ЭЛУ, таким образом, совокупный спрос со стороны имеющихся заказчиков в настоящее время составляет 24 установки. Принимая во внимание плачевное состояние нефте- и водопроводов в России, емкость потенциального рынка термоусадочной пленки может быть ограничена только отсутствием достаточных финансовых ресурсов у заказчиков...

ФИНАНСЫ

Оборот компании в 19xx г. составлял \$308,200. За первое полугодие 19xx г. объем продаж "XXX ltd" достиг \$604,540, что, вероятно, позволит ей достичь уровня \$864,000 к концу текущего года. Доналоговая прибыль в 19xx г. равнялась \$25,000, а за первое полугодие 19xx г. составила уже \$169,500. Чистая прибыль в 19xx г. была \$16,575, в первом полугодии 19xx - \$110,208. Руководство компании полагает, что, используя инвестиции фонда, даже при консервативной оценке, объем продаж в следующем 19xx году достигнет \$1,340,000, а еще через год - \$3,500,000, с прибылью до налогов соответственно \$425,600 и \$987,060...

В балансовом отчете "XXX ltd", как и у большинства российских небольших компаний - минимальные чистые активы (\$87,000) и полностью отсутствуют долгосрочные обязательства. Бизнес финансируется, в основном,

за счет авансов, полученных от клиентов и "растягивания" во времени текущих обязательств. Такой подход создает препятствия как для сбыта, так и для производства, поэтому инвестиции фонда частично позволят компании развиваться естественным образом, не завися от хронического недостатка денежных средств. Финансовая отчетность "XXX ltd" была проверена российскими экспертами. Мы планируем помочь компании установить западную систему учета сразу же после получения ей инвестиций.

ПЕРСОНАЛ

Настоящим предпринимателем и держателем самого крупного пакета акций "XXX ltd" (%%) является Иван Иванов, президент компании, разработавший технологию производства и использования ЭЛУ в научно-исследовательском институте... Иван - незаурядная личность, возглавляющая коллектив из 6 своих коллег, четверо из которых имеют пакеты акций размером от %% до %. Он свободно говорит по-английски и с энтузиазмом относится к перспективе внедрения западного стиля менеджмента у себя в компании... Наше дальнейшее участие в деятельности "XXX ltd" будет направлено на то, чтобы оказать помощь Ивану в преодолении недостатков в сбытовой политике и организации системы управления финансами.

В настоящее время в компании работают 46 человек, большинство из которых имеют явно выраженный уклон в техническую область, что довольно типично для команды специалистов, вышедших из научно-исследовательского института. Очевидно, что в дальнейшем потребуется дополнительный набор специалистов по сбыту, которых в современной России не так просто будет найти. С другой стороны, Иван очень энергичен и имеет коммерческий склад характера. Ему удастся удачно совмещать техническую направленность своей команды с ориентацией на достижение высокой рентабельности оперативной деятельности...

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

"XXX ltd" представляет собой небольшую, но надежно работающую российскую компанию, и отвечает критериям фонда. Мы достигли хорошего

уровня взаимопонимания с менеджментом компании. В ходе "тщательного наблюдения" нами были опрошены как поставщики материалов и комплектующих "XXX ltd", так и ее клиенты. По их отзывам, компания пользуется хорошей репутацией как надежная и технически развитая фирма...

При наличии сильных управляющих и конкурентной продукции, тем не менее, мы видим основной риск при осуществлении инвестиции в "XXX ltd" в том, что компания имеет слабую рыночную ориентацию... Тем не менее, менеджеры компании явно заинтересованы в росте своего личного благосостояния и наверняка будут стараться сделать все от них зависящее, чтобы к моменту нашего выхода из компании, ее стоимость значительно возросла.

Мы считаем, что "XXX ltd" будет очень успешной инвестицией для фонда.

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. Вопросы, используемые при изучении инновационного проекта венчурными инвесторами

СФЕРА МЕНЕДЖМЕНТА

Оценка команды менеджеров зависит, в первую очередь, от реальных результатов. Оценка персонала является одной из наиболее трудных задач.

А. Руководитель

1. Каких успехов добился данный руководитель в предшествующем бизнесе? В личных делах? Вообще? Что заставляет вас думать, что руководитель достигнет поставленных целей в данном венчурном предприятии?
2. В каких других деловых предприятиях участвовал данный предприниматель? Насколько успешными они были? В чем была причина неудач?
3. Каков стиль руководства? Будет ли этот стиль эффективен в данном бизнесе?
4. Каково понимание этим человеком своей роли в команде менеджеров? Что является приоритетом для него — индивидуальная работа или работа в команде?
5. Насколько хорошо руководитель понимает все тонкости данного бизнеса? Является ли он человеком, ориентированным на детали, или человеком общей концепции?
7. Насколько хорошо руководитель осведомлен обо всех компонентах его будущего бизнеса, маркетинга, производства, финансов и т.д.?
8. До какой степени руководитель опирается в своей работе на подчиненных или других?
9. Является ли руководитель компетентным в данной отрасли промышленности?
10. Какова репутация руководителя в данной отрасли промышленности?
11. Каковы доходы руководителя? Является ли он финансово независимым от данного бизнеса?
12. Каков возраст руководителя? Достаточно ли он энергичен для малого бизнеса?

13. Какова личная жизнь руководителя? Достаточно ли она стабильна? Какое влияние может она оказать на его способность заниматься бизнесом?

14. В любой компании существует только один человек, который принимает окончательное решение. Является ли руководитель таким человеком? Контролирует ли он процесс принятия решений?

15. Не склонен ли руководитель к неоправданному риску?

16. Имеет ли руководитель широкие и глубокие знания отрасли или рынка?

В. Вторая и третья позиции (должности) в структуре управления

1. Способны ли люди, занимающие вторую и третью позиции в управленческой иерархии, занять место руководителя?

2. Существуют ли какие-либо разногласия среди руководителей компании? Какого рода трения существуют между ними? Способны ли они работать как единая команда?

3. Каков профессиональный опыт руководителей второго и третьего уровня? Насколько совместимы они как члены одной команды? Дополняют ли они друг друга в профессиональном плане? Является ли каждый из них специалистом в своей области бизнеса?

4. Задайте те же самые вопросы о других ключевых фигурах, подобно тому как вы сделали это выше относительно руководителя.

С. Руководители предприятия как единая команда

1. Создайте диаграмму организации и описание конкретных работ, которые позволят очертить область ответственности каждого из менеджеров.

2. В какой степени предшествующий опыт управления и обязанности каждого члена команды соответствуют требованиям предполагаемой работы?

3. Имеются ли пробелы в планируемой схеме управления?

4. Почему вы полагаете, что данная команда менеджеров преуспеет? Есть ли у них опыт совместной работы в прошлом?

5. Каким процентом потенциальной собственности будет обладать каждый член команды менеджеров? Сколько он реально заплатит за пакет акций? Насколько значителен инвестиционный вклад каждого члена команды в капитал компании по сравнению с его собственными финансовыми ресурсами?

6. Как осуществляется координация внутри штата управления?

7. Каково отношение членов команды менеджеров к руководителям и их стилю управления?

8. Ощущается ли ярко выраженный дух команды в высшем звене управления? Насколько велика преданность делу компании?

D. Организационная структура и принятие решений

1. Кто осуществляет принципиальное руководство компанией?

2. Каковы индивидуальные обязанности, ответственность и полномочия каждого члена группы управления? Кто их определяет? Существуют ли должностные инструкции в письменной форме?

3. Следует ли команда менеджеров основным принципам, способным обеспечить эффективность работы, включая делегирование полномочий, определенные пределы полномочий, определенные пределы ответственности, простота и гибкость организации, разделение функций?

4. Обеспечивается ли успешное выполнение планов наличием эффективных и проверенных менеджеров или все зависит от одного или двух ключевых сотрудников?

5. Сочетает ли команда молодость и опыт, или большинство сотрудников одного возраста и имеют приблизительно одинаковый опыт?

6. Соблюдается ли баланс между единоначалием и свободным обменом мнениями? Работают ли все члены команды в тесном сотрудничестве? Удастся ли найти интегральный подход к основным проблемам?

7. Не доминирует ли конкретное лицо чрезмерно в текущей работе и при составлении планов?

ПЕРСОНАЛ

Персонал или людские ресурсы - это жизненно важная часть долгосрочного плана любой компании. Каждая компания должна создать системы компенсаций, которые будут побуждать служащих добиваться успеха компании. Компания, которая игнорирует проблему персонала, вероятно, потерпит неудачу. Важнейшая задача руководителей состоит в отборе и удержании хороших работников и штате компании.

A. Организационная структура

1. Имеется ли у компании полная схема ее организационной структуры?
2. Имеется ли описание обязанностей для каждого сотрудника организации?
3. Имеется ли полный список менеджеров и директоров?
4. Имеется ли полный список служащих?

B. План распределения прибыли

1. Есть ли у компании план распределения прибыли? Если да, кратко опишите ее.
2. Может ли действие этого плана быть приостановлено в любой момент по усмотрению компании?

C. Правительственные учреждения

Согласуется ли деятельность компании с федеральными или местными установлениями, а также со всеми требованиями и инструкциями служб и комиссий администраций всех уровней, включая, но не ограничиваясь, службами, связанными с охраной здоровья, безопасностью продуктов питания, состоянием окружающей среды (воды, воздуха, земли, переработки отходов)? Существует ли вероятность санкций, связанных с этими проблемами? Если да, опишите.

D. Отдел ключевых сотрудников вне аппарата менеджеров

1. Есть ли в компании высококвалифицированные сотрудники?
2. Есть ли в компании потребность в специальном персонале или специальных навыках, например, связанных с технологией, маркетингом или производством (кратко- или долгосрочных)?

ОБЛАСТЬ МАРКЕТИНГА

Изучение маркетинга — это изучение того, как внешний мир (внешний по отношению к компании) оценивает данную компанию и как данная компания оценивает внешний мир. Задача состоит в том, чтобы попытаться увидеть внешний мир с точки зрения предпринимательской компании, а затем сравнить этот взгляд с собственными исследованиями этого внешнего мира и тем, как он оценивает компанию

А. Специалисты по маркетингу

1. Кто возглавляет службу маркетинга?
2. Какова его подготовка?
3. Какова ваша базовая оценка в рамках 10-балльной шкалы для главы службы маркетинга?
4. Каков приблизительный возраст каждого из сотрудников, занятых в службе продаж? Насколько они энергичны? Насколько сильно они мотивированы на успех?
5. Примените в этом разделе тот же самый анализ менеджмента, который был использован выше для команды менеджеров.

В. Персонал и организация

1. Сколько людей вовлечены в службу маркетинга?
2. Прделайте тот же самый анализ, который использовался выше в разделе «Персонал» для персонала службы маркетинга.

С. Документация персонала службы маркетинга

1. Получите резюме сотрудников службы маркетинга.
2. Проверьте профессиональный опыт основных сотрудников службы маркетинга.
3. Получите структурную схему службы маркетинга.
4. Проанализируйте типичное личное дело сотрудника, чтобы удостовериться, насколько документированы описанные выше процедуры.

ПРОДУКЦИЯ

А. Описание каждого вида продукции и его особенностей

1. Какой прок пользователю от изделия? Как оно работает? Какая потребность пользователя удовлетворяется данным изделием? Является ли эта потребность естественной, искусственной или воображаемой?
2. Дайте полное физическое и функциональное описание изделия.
3. Существуют ли исключительные права на данное изделие?
4. Запатентовано ли данное изделие или какая-либо его часть? Когда истекает срок действия каждого патента? Насколько важен патент для успеха данного бизнеса?
5. Какое сервисное обслуживание будет предлагаться вместе с изделием? Является ли это обслуживание ключевым условием успешных продаж?

В. Формирование цены изделия

1. Как устанавливается цена изделия?
2. Как данная цена соотносится с ценами на конкурирующие изделия; ценой для конечного пользователя, ценой для дистрибьютора и т.д.?
3. Какие тенденции в изменениях цен отмечались в прошлом для схожих изделий?
4. Каковы ожидаемые будущие ценовые тенденции? Почему?
5. Технологические и другие особенности данного изделия сделают его более конкурентоспособным или менее конкурентоспособным по мере развития этих тенденций?
6. Насколько ценовая политика и структура цен у конкурентов соотносятся с вашей?
7. Какова способность промышленности удовлетворять текущий и будущий спрос на данные изделия?
8. Чувствительна ли компания к изменениям цен в промышленности? Имеется ли ценовой лидер? Укажите компанию. Опишите ситуацию.

С. Жизненный цикл изделия и его надежность

1. Как оценивается срок службы изделия, в месяцах или годах?

2. Насколько надежно изделие? Приведите среднее время наработки на отказ или другие статистические данные по надежности. Определите, как эта величина была исчислена. Сравните эту величину с данными для изделий-конкурентов.

3. Является ли изделие стандартным изделием или оно требует адаптации? Какова себестоимость основного изделия по сравнению с типичными издержками по адаптации? Сколько платит покупатель за адаптацию изделия? Может ли изделие производиться серийно?

4. Является ли качество ключевым моментом в продажах изделия?

D. Гарантия на изделие

1. Опишите вашу планируемую гарантийную политику.

2. Каков предполагаемый гарантийный резерв компании? Является ли он достаточным?

E. Разработка изделия

1. Каковы сроки до момента, когда новые изделия поступят в продажу?

2. Имеет ли компания изделие, отсутствующее на рынке?

3. В каких изделиях существует потребность?

F. Продвижение на рынок

1. Каковы запланированные расходы на рекламу?

2. Какова рекламная политика компании?

3. Как это соотносится с общей стратегией маркетинга и целями?

4. Какие другие виды продвижения на рынок используются?

ОПИСАНИЕ ПОТРЕБИТЕЛЯ

A. Анализ потребителя

1. Кто входит в число потребителей? К какой отрасли промышленности они относятся? Какие общие тенденции можно отметить у этого типа потребителя? Является ли покупателем индивидуум или компания?

2. Каковы ключевые переменные в решении о закупке? Цена, сервисное обслуживание, особенности изделия (перечислить), репутация компании-

продавца, условия кредитования, скорость поставки или отношения с торговым агентом.

3. Влияет ли реклама или другие акции по продвижению на рынок на решения о закупке?

4. Какова степень верности потребителей известным маркам? Как определяется либо измеряется этот показатель?

5. Какие методы используются, чтобы завоевать потребителей?

6. Во сколько обойдется потребителю «переключение» на данное изделие? Какие иные неудобства возникнут при этом?

7. Почему потребитель покупает данное изделие? Какую проблему оно позволяет решить? Какую потребность оно удовлетворяет? Экономия затрат, более высокую эффективность или что-то еще?

8. Является ли это изделие предметом роскоши или необходимостью?

9. Какие альтернативы есть у потребителя? Могут ли эти альтернативные продукты заменить ваше изделие?

10. Какие факторы влияют на потребность клиентов в этом изделии? Что может привести к увеличению потребности? К уменьшению?

11. Какие контракты или заявки имеет данная компания с основными потребителями? Если есть, опишите.

В. Недостатки, отмеченные потребителями

Перечислить пять наиболее общих недостатков изделия, отмеченных потенциальными клиентами.

СЕРВИСНОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ ПОТРЕБИТЕЛЕЙ

1. Как планируется организовать сервисную службу компании?

2. Каковы требования по обслуживанию для каждого изделия?

3. Насколько важен сервисный потенциал для клиента?

4. Какова форма оплаты за сервисное обслуживание? Какие объемы или иные требования необходимо выполнить, чтобы сервис был безубыточным либо прибыльным?
5. Имеется руководство по сервисному обслуживанию?
6. Опишите работу сервисной службы.
7. Опишите пределы действия гарантий на изделия компании.

АНАЛИЗ КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТИ

А. Конкуренция

1. Кого можно отнести к главным конкурентам компании в настоящее время?
- Ожидается ли появление на рынке новых компаний или других потенциальных конкурентов?
2. Насколько сильной в финансовом плане является существующая конкуренция?
3. Какие новые компании-конкуренты ожидаются на рынке?
4. Каковы существующие и ожидаемые доли конкурентов на рынке?
5. Насколько просто завоевать место в данном сегменте рынка? Насколько важны нематериальные факторы, такие как опережение во времени, репутация фирмы, наличие патентов и т.д.? Каковы барьеры, препятствующие вхождению в данную отрасль промышленности?
6. Как выглядит сравнение позиций компании с конкурентами по каждому из следующих параметров: особенности и возможности изделия, цена изделия, нынешняя доля на рынке, маркетинговые возможности, производственные возможности, финансовые ресурсы, финансовый менеджмент, возможность проведения исследований и разработок, насколько сильна команда менеджеров в целом, другие стратегические преимущества?
7. Если возможно, постройте диаграмму, показывающую степень конкурентоспособности относительно каждого серьезного конкурента, используя трехбалльную шкалу, где 1 — означает превосходство, 2 — конкурентоспособность, 3 — ниже среднего либо неконкурентоспособность.

8. Сравните изделие компании с изделием конкурента, делая упор на уникальность изделия данной компании.

9. Перечислите особенности и функции всех изделий, присутствующих на данном сегменте рынка, а затем отметьте наличие либо отсутствие этих особенностей и функций у изделий данной компании и у каждого из изделий конкурентов.

10. Сравните уровень цен на изделия данной компании с уровнем цен на изделия конкурентов.

АНАЛИЗ ОТРАСЛИ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

А. Структура отрасли промышленности

1. Каково число компаний в данной отрасли промышленности, их размеры и категория, это национальные или международные компании?

2. В какой степени данная отрасль промышленности сконцентрирована в одной или нескольких компаниях?

3. В каком направлении развиваются тенденции слияния и скупки компаний?

4. Как развивается тенденция удач и неудач в данной сфере бизнеса? Насколько много неудач? Каковы причины этих неудач?

5. Как данная отрасль промышленности структурирована в плане географического местоположения предприятий, какие изделия производятся, какие каналы дистрибуции используются, как выглядит ценовая политика, степень интеграции, а также преобладающий тип потребителя?

6. Каковы различные барьеры, препятствующие появлению новых компаний в данной отрасли промышленности?

В. Масштаб и характер рынка

1. Насколько велик рынок в целом? Как внутренний, так и международный?

2. Какова скорость роста рынка в целом по каждому изделию? В течение последних трех лет и в течение ближайших трех лет?

3. Как данный рынок сегментирован географически, по типу или объему потребления, по видам применения и т.д.? Как предполагаемый рост распределится по сегментам рынка?

4. Какие тенденции ожидаются на рынке? Еще большая концентрация долей на рынке? Еще более серьезная ценовая конкуренция? Почему?

5. Каковы обычные условия продаж?

6. Является ли этот рынок типично сезонным или циклическим? Почему?

С. Рост данной отрасли промышленности

1. Какова ежегодная норма роста в данной отрасли промышленности в течение последних десяти лет?

a. Каков ежегодный рост продаж?

b. Какова ежегодная доходность компаний в данной отрасли промышленности?

c. Как изменилось распределение долей рынка?

2. Как оценивается ежегодная скорость роста производства данной отрасли промышленности в течение следующих десяти лет?

a. Какой рост продаж предполагается в течение следующих десяти лет?

b. Какие прибыли проектируются на следующие десять лет?

c. Какие изменения в распределении долей на рынке ожидаются в данной отрасли промышленности?

3. Какие факторы будут влиять на рост в будущем? Проанализируйте каждый из следующих вопросов:

a. Какие предполагаются демографические изменения?

b. Каковы общие экономические тенденции?

c. Как будут влиять на отрасль доходы населения после уплаты налогов?

d. Как будут влиять на отрасль процентные ставки?

e. Какие изменения претерпит данная отрасль промышленности в плане появления новых направлений бизнеса или краха отдельных направлений?

- f. Как будет изменяться размер рынка?
- g. Как изменится доля на рынке каждой из компаний?
- h. Какие технологические новшества способны стимулировать рост рынка?
- i. Какие изменения конструкции продукта увеличат производительность и, возможно, будут способствовать росту рынка?
- j. Какие масштабные уменьшения издержек производства могут повлиять на рост рынка?
- k. Какие сдвиги в ценах могут произойти и каких изделий это может коснуться?
- l. Как импорт иностранных товаров повлияет на рост промышленного производства?
- m. Как экспорт продукции скажется на промышленном росте?
- n. Как реклама и другие формы продвижения товаров повлияют на рост промышленного производства?
- o. Какие действия правительства повлияют на данную отрасль промышленности? Ожидается ли спрос на данное изделие со стороны правительства?
- p. Как установления правительства могут повлиять на данную отрасль промышленности?
- q. Как фискальная политика правительства в целом способна повлиять на данную отрасль промышленности?
- r. Как покупательная способность потребителя может изменить либо повлиять на данную отрасль промышленности?
- s. Какие соображения, касающиеся окружающей среды могли бы влиять на характер роста данной сферы индустрии?

D. Конкуренция

- 1. Какова стратегия по отношению к другим компаниям в данной отрасли промышленности?

2. Какую конкуренцию будет испытывать данная отрасль промышленности от замещающих изделий других отраслей промышленности?
3. До какой степени торговая практика и кооперация между различными сферами бизнеса изменяют данную отрасль промышленности?
4. Какие барьеры для вхождения на данный рынок могут измениться с целью усиления конкуренции?
5. Какие ключевые факторы для успеха могут измениться и открыть дорогу конкуренции?

Е. Потребители продукции данной отрасли промышленности

1. Перечислите все основные отрасли промышленности, в которых данное изделие продается.
2. Оцените, насколько здоровыми и процветающими эти отрасли будут в будущем.
3. Какие важные изменения в отраслях, которым продается данное изделие, прямо либо косвенно изменят данную отрасль промышленности?
5. Наблюдалась ли тенденция к интеграции клиентов в данной отрасли промышленности?
6. Зависит ли данная отрасль промышленности от нескольких ключевых клиентов?

Ф. Поставщики данной отрасли промышленности

1. Перечислить все основные отрасли промышленности, у которых данная компания будет вынуждена покупать изделия.
2. Как изменялись отрасли промышленности в течение последних пяти лет, у которых данная компания вынуждена будет закупать продукцию?
3. Какова перспектива для поставщиков данной отрасли промышленности на последующие пять лет?
4. Наблюдался ли существенный рост количества поставщиков для данной отрасли промышленности в течение последних пяти лет?

5. Наблюдалась ли тенденция к перспективной интеграции поставщиков в течение последних пяти лет?

6. Зависит ли данная отрасль промышленности от нескольких ключевых поставщиков?

G. Государственное регулирование в данной отрасли промышленности

1. До какой степени деятельность компании регулируется правительством? Опишите это подробно.

2. Какие государственные органы ответственны за регулирование данной отрасли промышленности?

3. Имеется ли тенденция к усилению государственного регулирования в данной отрасли промышленности?

4. Имеются ли какие-то специфические требования по отчетности данной отрасли промышленности перед органами правительства?

H. Патенты, товарные знаки, авторские права, собственность и иная интеллектуальная собственность

1. Являются ли патенты, товарные знаки и авторские права важным фактором в деятельности компании?

2. В какой мере патенты, товарные знаки и авторские права определяют успех компании в данной отрасли промышленности?

3. Имеются ли в данной отрасли промышленности компании, продукция которых известна даже на бытовом уровне?

СТРАТЕГИЯ МАРКЕТИНГА

A. Общая стратегия

1. Каковы общие цели в области маркетинга? Каковы три первоочередные цели?

2. Как эти цели могут быть достигнуты? Каковы детали стратегии?

3. Какие усилия для продвижения изделия на рынок необходимы?

4. Является ли данное изделие заменой изделия конкурента на рынке или же это новый продукт?

5. Кого на рынке этих изделий относят к самым сильным конкурентам компании?
6. Получите информацию о спаде продаж по территории, изделию потребителю, клиента, отрасли промышленности, конечному назначению изделия, виду рынка (внутреннему, международному) и т.д. Как соотносятся эти спады продаж со всеми сегментами рынка? А также с продажами, ожидаемыми в будущем?
7. Получите информацию по планируемым объемам продаж (в процентах) для производителей оборудования (Original equipment manufactures — OEM), дистрибьюторов и конечных пользователей.
8. Каковы сильные и слабые стороны каждого из производителей исходного оборудования (OEM) или дистрибьюторов?
9. Как идентифицировать потенциального потребителя?
11. Какие предполагаемые объемы заказов?

В. Планы продаж

1. Каков вклад маркетинга при составлении финансовых смет и планов компании?
2. Какие результаты прогнозируются отделом маркетинга? Составьте план продаж на ближайшие пять лет для единичного изделия или серии изделий.

С. Реклама и связи с общественностью

Есть ли у компании письменный план рекламных мероприятий и расходов компании на рекламу? Если да, получите экземпляр.

ОБЛАСТЬ ПРОИЗВОДСТВА

Область производства отражает представление о компании тех, кто в ней работает. Речь идет о собственно промышленном производстве либо оказании услуг, а также о конечной стоимости изделия с учетом добавленной компанией стоимости.

А. Управление производством

1. Кто отвечает за производство?
2. Какова подготовка лица, отвечающего за производство?

3. Задайте те же самые вопросы относительно управления производством, которые задавались выше при рассмотрении сферы менеджмента.

В. Персонал и структура компании

1. Получите либо составьте организационную схему персонала, занятого в производстве.

2. Насколько легко найти работника каждой из специальностей, которые нужны компании?

3. Укажите ключевые должности в производстве. Какой резервный персонал компания имеет для каждой ключевой должности?

4. Попросите одного из менеджеров описать пять основных проблем, связанных с персоналом.

ПРОЦЕСС ПРОИЗВОДСТВА

А. Производственные мощности

1. Где предполагается разместить предприятия компании? Опишите местоположение.

2. Планируется аренда или приобретение предприятия собственностью компании?

3. Является ли приобретаемое оборудование достаточно современным, чтобы не подрывать конкурентоспособность компании?

4. Возможно ли альтернативное использование данного предприятия? Можно ли перепрофилировать данное предприятие?

В. Процесс производства

1. Получите производственную схему предприятия.

2. Является ли производство непрерывным процессом или продукцию выпускают партиями?

3. Какова длительность каждого цикла производства? Каковы временные и денежные затраты на каждый цикл?

4. Каковы ключевые этапы производственного процесса? Сколько служащих занято на каждом этапе?

5. Что может стать узким местом?
6. Как данный процесс соотносится с другими процессами, используемыми в данной отрасли промышленности?
7. Является ли производственный процесс в данной отрасли трудоемким?
8. Каков уровень автоматизации производственного процесса?
9. Насколько гибким является производство, чтобы перейти на новый вид продукции?
10. Какие существуют производственные технологии?
11. Каковы ключевые компоненты производственного процесса?
12. В какой мере стандартны готовые изделия и комплектующие?
13. Насколько эффективна схема производства?

С. Остановки производства

Имеется ли вероятность того, что производство будет остановлено в будущем? Если да, то по какой причине?

Д. Издержки производства

1. Есть ли в компании детальная методика для определения прямых трудовых затрат? Для косвенных трудовых затрат? Представьте обзор.
2. Используется ли стандартная система определения стоимости?
3. Какие издержки ожидаются в будущем? Как их можно соотнести по каждой категории издержек? Каковы причины ожидаемых изменений издержек?
4. Какие основные материалы используются в производстве каждого вида изделий? Укажите источник их получения. Сколько поставщиков приходится на каждый вид материалов? В каких объемах материалы предполагается использовать в течение последующих трех лет? Получите список поставщиков, чтобы получить подтверждение, что материалы будут по определенным ценам.

ЗАКУПКА, ПОСТАВЩИКИ, ОТГРУЗКА И ПОЛУЧЕНИЕ

А. Закупка

1. Составьте список десяти самых крупных поставщиков.
2. Есть ли такие позиции материально-производственных запасов, по которым имеется менее двух поставщиков?
3. Существуют ли какие-либо контракты между компанией и каждым из поставщиков?
4. Каковы обычные условия кредитной линии от поставщиков?

В. Поставщики

1. Перечислите основные виды сырья, используемые в производственном процессе.
2. Перечислите всех поставщиков, которые поставляют 5 или более процентов от общего количества материалов, закупаемых для любой из стадий процессов, описанных выше. Приведите их наименования, адреса, типы материалов, цены на единицу продукции, общего количества закупленных материалов и особых условий закупок.
3. Определите экономическое состояние отраслей промышленности, поставщиков, включая сложившуюся там конкурентную ситуацию и связанные с ней возможности существенного дефицита сырья, прерывания поставок или ценовых колебаний.
4. Перечислите и опишите любые долгосрочные контракты на поставки и/или взаимные соглашения по закупкам.
5. Обобщите данные по закупкам внутри компании и внешним закупкам.

ПРИЛОЖЕНИЕ 5. Методы оценки управленческого персонала.

Название метода	Краткое описание
1. Биографический метод	Оценка работника по биографическим данным (послужному списку)
2. Произвольные устные или письменные характеристики	Устное или письменное описание того, что собой представляет менеджер и как он себя проявляет (включая достижения и упущения).
3. Оценка по результатам	Устное или письменное описание конкретной работы, выполненной менеджером.
4. Матричный метод	Сравнение фактических качеств менеджера с набором желательных качеств (происходит в форме матрицы).
5. Методы свободного и принудительного выбора оценочных характеристик по готовым формам	Сравнение фактических качеств, которыми обладает оцениваемый, с перечнем качеств, представленным в заранее разработанной форме.
6. Метод суммируемых оценок	Определение степени проявления у работников тех или иных качеств путем проставления по определенной шкале экспертных оценок.
7. Тестирование	Определение знаний, умений, способностей и других характеристик на основе специальных тестов.
8. Метод заданной балльной оценки	Начисление (снижение) определенного количества баллов за те или иные достижения (упущения).
9. Метод свободной оценки	То же, при осуществлении не на балльной нормативной основе, а в разовом порядке.
10. Метод графического профиля	Вместо условных оценочных измерителей используется графическая форма оценок (профиль ломаной линии, соединяющей количественные значения точек по различным качествам оцениваемого). Метод позволяет проводить наглядное сравнение оцениваемого с профилем "идеального" работника, а также сравнивать между собой различных работников.
11. Коэффициентный метод	Выделяются факторы оценки и определяются нормативные значения этих факторов для разных групп оцениваемых. Фактический результат соотносится с нормативом, в итоге получаются различные коэффициенты, дающие возможность проводить оценку менеджмента.

ПРИЛОЖЕНИЕ 6. Сравнительный анализ применимости различных методов оценки предприятия

Признаки оценочной ситуации	Имущественный подход	Доходный подход	Сравнительный (рыночный) подход
	Метод ликвидационной стоимости, балансовой стоимости активов и пр.	Метод дисконтированного денежного потока, капитализации денежного потока и пр.	Методы компании-аналога (мультипликатор цена/денежный поток и пр.)
1	2	3	4
А. Цель приобретения пакета акций: Получение дохода с действующего предприятия	-	+	+
Получение дохода от распродажи имущества предприятия (при получении контроля над ним)	+	-	-
Б. Тип оцениваемого предприятия: Предприятие в стадии «зрелости»	++	-	+
Предприятие с высокой долей универсальных и ликвидных активов	++	-	+
Предприятие с высокой долей специальных и неликвидных активов	-	+	+
Недавно образованное предприятие с новым и не имеющим прямых аналогов продуктом	-	+	-
Предприятие с новым перспективным продуктом, который уже выведен на рынок и показал тенденцию к росту объемов продаж	+	++	+
Предприятие, по которому может быть строго подобрана компания -аналог с ликвидными акциями	+	+	++
Предприятие, принадлежащее к специфической отрасли, где есть жесткая корреляция между ценой акций компаний-аналогов и их объемом продаж	-	-	-
В. Надежность и доступность исходной информации: По имуществу предприятия есть надежные котировки рыночной цены	++	-	+

1	2	3	4
Ожидаемые денежные потоки по перспективному продукту надежно прогнозируются, в пределах срока полезной жизни продукта инфляция и ставки доходности государственных облигаций стабильны	+	++	+
Цены сделок с акциями компании-аналога стабильны (за вычетом инфляции), публикуемая финансовая отчетность компаний надежна	+	+	++

**Региональный
Венчурный Фонд ЕБРР
РАБО «Черноземье»**

Россия, 394000, г. Воронеж
ул. Степана Разина, 38
Тел.: (0732) 71-31-80, 71-32-91
71-94-41, 57-38-86
Факс: (0732) 71-23-03

Управляющий Фондом «Рабо Черноземье»
«Согласовано»
Инвестменделен Е./
«15» SEPTEMBER 2000 г.
ВОРОНЕЖ

**Акт
внедрения результатов НИР**

Воронеж

«15» СЕНТЯБРЯ 2000 г.

Настоящий акт составлен в том, что результаты диссертационной работы аспиранта Воронежского государственного технического университета Аксенова В.Л. внедрены венчурным фондом «Рабо Черноземье».

Форма внедрения:

1. Использование результатов диссертационной работы в определение результативности венчурной деятельности.
2. Использование результатов диссертационной работы для повышения эффективности процесса по ограничению рисков при венчурном финансировании.
3. Использование результатов диссертационной работы при оценке привлекательности инновационных проектов.

Характеристика масштабов внедрения: «венчурный фонд»

Экономический эффект от использования предложенной методики по оценке привлекательности проектов для финансирования заключается в сокращении сроков отбора проектов и, следовательно, уменьшению затрат на оценку. Способы ограничения рисков позволяют уменьшить вероятность потери инвестированного венчурного капитала. Рекомендации по определению результативности венчурной деятельности помогают с наименьшими потерями времени и средств оценивать работу венчурного фонда по финансированию проектов.

Инвестиционный менеджер



/Карпейкин Е.М./

Утверждаю

Генеральный директор

ООО Инвестиционная компания «Актив»

С.А. Демьянов
С.А. Демьянов

«15» февраля 1999 г.



АКТ

внедрения результатов НИР

Воронеж

«___» _____ 1999 г.

Настоящий акт составлен в том, что результаты диссертационной работы аспиранта Воронежского государственного технического университета Аксёнова В.Л. внедрены ООО Инвестиционная компания «Актив».

Форма внедрения:

1. «Методические рекомендации по оценке инновационного проекта».
2. «Методические рекомендации по оценке риска потери средств, инвестированных в инновационный проект».

Характеристика масштабов внедрения: «службы и отделы предприятий, участвующих в инновационной деятельности; инвестиционные и венчурные фонды».

Экономический эффект от использования метода оценки инновационного проекта заключается в уменьшении риска потери инвестированных средств и сокращении затрат при отборе инновационных проектов для финансирования.

Начальник отдела ценных бумаг

А.В. Фильчев / А. В. Фильчев /

Ведущий специалист

Г.В. Гриненко / Г.В. Гриненко /