

СТАДИИ РАЗВИТИЯ И ПУТИ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ АНАЛИЗА ВЕНЧУРНЫХ КОМПАНИЙ

STAGES OF DEVELOPMENT AND WAYS OF PERFECTION OF ANALYSIS OF VEN- TURE INVESTMENTS

A. Apollonov

Annotation

The article is devoted to questions related to economic nature, essence and principles of modern venture business, approaches in analysis and management of venture investments. The conclusion is about impossibility to solve some analytical and strategic problems by traditional methods and ways of decision of these problems are outlined.

Keywords: Venture business, venture investments, analysis of venture projects, games theory, real options.

Аполлонов Александр Владимирович
Соискатель, Государственный
Университет Управления,
Финансовый директор,
ООО "Системная интеграция"

Аннотация

Статья освещает вопросы связанные с экономической природой, сущностью и принципами организации современного венчурного бизнеса, подходами в анализе и управлении венчурными инвестициями. Делается вывод о невозможности решения ряда аналитических и стратегических вопросов традиционными методами и намечаются пути решения этих проблем.

Ключевые слова:

Венчурный бизнес, венчурные инвестиции, анализ венчурных проектов, теория игр, реальные опционы.

В настоящее время, российские инновационные компании вызывают ограниченный интерес со стороны профессиональных инвесторов. Без достаточной финансовой поддержки, инновационные компании и их проекты не развиваются и часто бывают вынуждены ликвидироваться из-за отсутствия перспектив развития. При этом большинство отечественных предприятий почти не инвестируют в новые технологии не только из-за неопределенности перспектив, но и из-за отсутствия необходимых средств и опыта управления проектами с высокими рисками [1]. Это снижает конкурентоспособность страны, в то время как развитие наукоемких отраслей создает новые источники экономического роста, рабочие места, позволяет диверсифицировать структуру национальной экономики, способствуя ее переходу к инновационному типу развития.

В бизнес-среде понятие "venture" связано с принятием высокорискового решения в условиях неопределенности и неоднозначности будущего экономического результата. На современном этапе венчурное инвестирование можно определить как инвестиции венчурных фондов, физических лиц, а также инвестиции корпораций и государства в быстрорастущие перспективные компании или проекты без обеспечения, где большой потенциал роста, сверх прибыли и иной выгоды, сочетается с высокой вероятностью провала и потери всех инвестированных средств, низкой ликвидностью и долгосрочностью вложений.

Каждая венчурная инвестиция по-своему уникальна, поэтому довольно сложно жестко классифицировать венчурный инвестиционный процесс по этапам. Это под-

тверждается существованием множества различных классификаций. Мы взяли за основу одну из наиболее распространенных – классификация National Venture Capital Association (NVCA). При этом в контексте этой классификации можно выделить три основные группы стадий развития компании: ранние, расширения и позднее.

Ранние стадии (early stage),
которые подразделяются на:

- ◆ **посевную (seed)**, где изобретателю или предпринимателю требуется относительно небольшой объем капитала для доказательства концепции и составления бизнес-плана, а также для обоснования потребностей в стартовом капитале. Если эти шаги оказываются успешными, за ними может последовать разработка продукта, исследование рынка, формирование команды менеджмента.

- ◆ **стартап (startup)**, где осуществляется первичное привлечение средств компаний закончивших разработку продукта и, возможно, предпринявших первые усилия по продвижению продукта на рынок. Сама компания может находиться в стадии организации или осуществлять бизнес-операции год или менее, но еще не продавать свой продукт в коммерческих масштабах. Обычно такие компании уже исследовали рынок, набрали ключевой состав команды, разработали бизнес-план и готовы его реализовать.

- ◆ **другую раннюю (other early stage)**, которая включает компании увеличившиеся в размере, стоимости акций, продукты которых находятся в разработке или коммерчески доступны. Эти компании нуждаются в финан-

сировании для того, чтобы начать коммерческий выпуск и продажу своей продукции. Это первый круг финансирования стартапа венчурным фондом. Посевная стадия и стадия стартапа обычно финансируется бизнес-ангелами, а не институциональными инвесторами. Личные связи венчурных капиталистов используются здесь чаще, чем на более поздних стадиях.

Стадии расширения (expansion stages). На этих стадиях осуществляется преимущественно финансирование оборотного капитала для расширения коммерческой деятельности компании. Компания теперь уже производит и отгружает продукцию, растет дебиторская задолженность и запасы. Компания уже может быть, а может и не быть прибыльной. Также ей может требоваться финансирование расширения производственных мощностей, расходов на маркетинг, разработку или улучшение продуктов. Более того, на этой стадии вероятно вхождение новых институциональных инвесторов вместе с инвесторами с более ранних стадий. При этом роль венчурного инвестора меняется с роли поддержки на роль стратегического партнера.

Поздние стадии (later stages),
которые подразделяются на:

- ◆ **позднюю (late)**, где обычно финансируются компании, которые уже достигли довольно стабильных темпов роста и положительного притока денежных средств и нуждаются в средствах для дальнейшего расширения. Эти компании чаще бывают прибыльными, чем на предшествующих стадиях.

- ◆ **переходную (bridge)**, где обычно финансируются компании, которые готовятся к первичному размещению акций в течении ближайшего года.

В свою очередь, характерной чертой венчурного инвестиционного процесса является кривая доходов в форме буквы J или хоккейной клюшки (J-Curve) [4]. Дело в том, что в первые годы своего существования стартапы (от английского "startup" – "только возникшая компания") имеют отрицательный финансовый результат, который с каждым годом становится хуже, пока, в случае успеха, бизнес постепенно не стабилизируется, после чего финансовые результаты начинают улучшаться и постепенно становятся положительными. Период, до этого момента называется венчурными инвесторами "долиной смерти". Действительно, большинство стартапов погибает именно на этом этапе. Также эта особенность является одной из причин низкой ликвидности венчурных инвестиций и длительности инвестиционного периода (около 7 лет): требуется время, чтобы пройти "долину смерти" и выйти на устойчивую прибыль. Этот период характеризуется, с одной стороны неопределенностью успеха компании, с другой стороны, необходимостью постоянного вливания дополнительных средств. Это противоречие делает принятие инвестиционных решений для венчурного инвестора особенно сложным. Венчурный проект на этом этапе сложно

оценить традиционными методами, особенно если это касается инновационных проектов, не имеющих аналогов. Однако это необходимо сделать для того, чтобы понять следует ли продолжить инвестирование проекта или признать неудачу пока убытки не стали еще больше и своевременно прекратить проект. Одним из способов решения данной проблемы мог бы стать новый подход в оценке венчурных инновационных проектов, который бы, кроме притоков денежных средств, учитывал бы также гибкость, адаптационные возможности и стратегическую ценность проекта.

В настоящее время все большую популярность приобретает концепция управления стоимостью компании. Ее суть заключается в том, что, управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании и ее акций. При этом основной тенденцией является уход от неэффективных бухгалтерских критериев успешности функционирования компании, которые не учитывают стоимость капитала, используемого для получения прибыли, и поэтому завышают реальную доходность компании, и акцентирование внимания на экономической добавленной стоимости. В свою очередь, такие показатели, как NPV, CFROI (Cash Flow Return On Investment – приток денежных средств на инвестицию) и EVA (Economic Value Added – добавленная экономическая стоимость) принимают во внимание стоимость капитала, но не могут адекватно отразить гибкость и потенциальные возможности роста компании (реальные опционы), а также эффект взаимодействия заинтересованных сторон.

Это подтверждается проведенными исследованиями [5], которые показывают, что существует корреляция между положительной EVA и рыночной стоимостью компании. При этом, корреляция между отрицательной EVA и отрицательной MVA (Market Value Added – добавленная рыночная стоимость) отсутствует. Данный факт объясняется тем, что потенциал ликвидации, восстановления, рефинансирования, или иной кардинальной перестройки влияет на рыночную стоимость компании. Все эти возможности представляют собой реальные опционы, которые не учитываются в перечисленных выше показателях.

Поэтому можно сделать вывод, что для определения стратегической ценности инвестиции, надо анализировать не только традиционные источники генерирования притоков денежных средств и стоимость капитала. Следует также учитывать гибкость, эффект взаимодействия всех заинтересованных в проекте сторон и потенциальные возможности роста. Важно определить какие стратегические шаги помогут им реализоваться, а также снизить риск неблагоприятного развития событий. В свою очередь, ценность этих факторов будет различаться в зависимости от того, для какой из заинтересованных сторон она определяется. Например, возможность досрочного выхода инвестора из проекта будет иметь для него положительную ценность, в то время как для других

акционеров – отрицательную. Также стратегические цели и выгоды от проекта у всех могут быть разными.

Например, для инвесторов – это получение вложенного капитала, доход (процент, дивиденды, прибыль от капитализации), стратегические выгоды, дополнительный опыт и знания в сфере осуществления венчурных инвестиций; для менеджмента – зарплата, бонус по результатам, опционы на акции, профессиональный и карьерный рост, самореализация; для государства – налоги, дополнительные рабочие места, прирост ВВП; для потребителей – новые товары и услуги, эффективнее удовлетворяющие определенные потребности; для поставщиков и партнеров – прибыль от сотрудничества с венчурной компанией, вероятно, дополнительные возможности расширения своего бизнеса, выхода на новые рынки, опыт, знания и так далее; для конкурентов – угроза потерять свое конкурентное преимущество, прибыль и долю рынка, возможность использовать разработки венчурной компании, а также воспользоваться остальными преимуществами компании, выбравшей выжидательную стратегию.

Очевидно, что не может существовать одной справедливой, фундаментальной или рыночной стоимости, которая при этом отражала бы действительную стратегическую ценность проекта для всех заинтересованных сторон. Она у каждой будет своя. Мы предлагаем разработать для этих целей критерий, который бы кроме притока денежных средств, также учитывал потенциальные возможности роста, ценность гибкости портфеля реальных опционов, которая, в свою очередь, может частично приноситься в жертву при ранней инвестиции, а также эффект от воздействия принимаемых решений на внешнюю среду, которые, с одной стороны, являются результатом взаимодействия действий конкурентов и менеджеров инвестируемой инновационной компании, а с другой – сами порождают ответную реакцию.

Для определения данного критерия может оказаться целесообразным создание специализированной модели, использующей "дерева решений", методы оценки реальных опционов и теорию игр.

Хотя ряд допущений, лежащих в основе методов оценки опционов, при анализе венчурных инвестиций не выполняются, мы считаем, что данные модели могут использоваться для приблизительных расчетов цены реальных опционов, так как, с одной стороны, этой точности, как правило, бывает достаточно для помощи в принятии управленческих и инвестиционных решений. С другой – в отличие от традиционных подходов, метод реальных опционов позволяет оценить потенциальные возможности роста, гибкость анализируемых венчурных проектов, а также последствия предоставления и получения реальных опционов заинтересованными сторонами. Поскольку, теоретически, убытки по некоторым реальным опционам для предоставляющей их стороны не ограничены.

В свою очередь, история развития венчурного инновационного бизнеса насыщена примерами таких ситуаций, при которых в целом прогрессивная и востребованная рынком инновация вообще не была реализована или принесла своим создателям, вместо сверх прибыли, катастрофические убытки. Часто причиной этих неудач были деструктивные взаимоотношения заинтересованных в реализации проекта сторон. Теория игр помогает определить и изменить такие ситуации. Чтобы изменить ситуацию необходимо изменить один или большее число ее элементов. Это означает, что каждый из них (участники, доходы, последовательность действий, стратегии и масштабы) дает способ трансформировать существующую ситуацию в совершенно новую.

В свою очередь "дерево решений" в модифицированном виде можно использовать для синтеза полученных данных, определения количественных критериев и наглядного графического отображения информации. Дело в том, что одно и то же событие, рассматриваемое в различных вариантах реализации проекта может иметь совершенно иные последствия и, в одном случае, быть положительным, а в другом – отрицательным. Например, возьмем ситуацию, когда проект развивается довольно хорошо и настал этап очередного финансирования проекта венчурным инвестором, однако, по своим внутренним неблагоприятным обстоятельствам, он не имеет возможности это сделать. Проект оказывается на грани гибели. Теперь представим ту же ситуацию, но проект оказался сверх успешным и имеет возможность обойтись без средств инвестора-неудачника. Такая ситуация оказывается очень выгодной для остальных акционеров и инвесторов проекта, поскольку позволяет увеличить за счет невыполнения своих обязательств инвестора, их собственные доли в сверх прибыльном бизнесе. В данном случае "дерево решений" позволяет отразить всю многовариантность и взаимозависимость возможных сценариев реализации проекта.

Важно подчеркнуть, что данный критерий – это не рыночная, не внутренняя или фундаментальная стоимость проекта. Это стратегическая ценность проекта, заключающаяся в имеющихся реальных опционах и эффекте взаимодействия, для той стороны, с точки зрения которой проводится анализ. Главное в нем – не точная оценка инвестиции, а возможность с помощью него ранжировать определенные инвестиционные, стратегические и другие управленческие альтернативы для принятия соответствующих решений (например, ранжирование венчурных проектов и/или определение наиболее подходящей стратегии для реализации уже выбранного проекта). В свою очередь, при управлении стоимостью венчурной компании, данный критерий мог бы использоваться при составлении бюджета, оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом, разработке оптимальной системы премирования менеджмента и так далее. При этом в зависимости от стадии развития венчурной компании цели и роль составляющих данный кри-

терий компонентов будут меняться. На ранних стадиях будет делаться акцент на стратегической ценности, гибкости и потенциальных возможностях роста, что отражается на стоимости портфеля реальных опционов компании, с целью определения целесообразности инвестирования данного проекта. По мере достижения более поздних стадий акцент будет перемещаться на приток денежных средств, долгосрочные перспективы роста с целью подготовки компании к продаже.

Применение данного критерия в управлении венчурным проектом с точки зрения последовательности его реализации можно разбить на четыре фазы (концепция, разработка, реализация и завершение) и шесть основных групп (инициация, планирование, исполнение, мониторинг, управление изменениями, завершение). В фазе концепции данный критерий можно использовать в прединвестиционном мониторинге, при согласовании условий сделки, due diligence и закрытии сделки. В фазе разработки при планировании реализации проекта, определяется все, что необходимо для реализации проекта с соблюдением требований по качеству, времени и затратам, осуществляется проектирование на стратегическом уровне путем создания модели проекта в форме "дерева решений". Здесь важно сгенерировать максимальное

количество альтернативных путей реализации проекта. Далее из этих путей нужно сконструировать максимальное количество альтернативных моделей реализации проекта. Потом их следует проранжировать по данному критерию и выбрать лучшую. К фазе реализации венчурного инновационного проекта компания приходит с результатами due diligence, детализированной, проверенной и исчерпывающей информацией по проекту и его проработанной моделью, что существенно облегчает и повышает эффективность мониторинга и контроля проекта, его промежуточной оценки, анализа текущей ситуации и принятия управленческих решений. Здесь на основании имеющейся модели по мере поступления новой информации осуществляются корректирующие действия и актуализация модели. В фазе завершения происходит подготовка и осуществление процедуры выхода согласно разработанному с помощью модели плану и анализ результатов.

Сложно точно определить будущую доходность венчурного проекта или стратегии его реализации, но в рамках данного подхода, используя всю доступную в данный момент информацию, есть возможность обоснованно выбрать лучший из имеющихся проектов или стратегических альтернатив, возникающих в ходе его реализации.

ЛИТЕРАТУРА

1. Аммосов Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности. – СПб.: РАВИ, 2004.
2. Асват Дамодаран. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
3. Васин А.А., Морозов В.В. Введение в теорию игр с приложениями к экономике. – М.: 2003.
4. Pierre-Yves Mathonet, Thomas Meyer, J Curve exposure : managing a portfolio of venture capital and private equity. John Wiley & Sons, 2007.
5. Stewart, G. Bennet. The Quest For Value: the EVATM management guide. HarperBusiness, New York. 1990.

© А.В. Аполлонов, (apollonov@list.ru), Журнал «Современная наука: Актуальные проблемы теории и практики»,

9-я Международная выставка

НЕДРА - 2012

Изучение. Разведка. Добыча

3-5 апреля 2012 г., Москва, Всероссийский выставочный центр

При поддержке:
Комитета Совета Федерации по природным ресурсам и охране окружающей среды,
Комитета Государственной Думы по природным ресурсам, природопользованию и экологии,
Торгово-промышленной палаты Российской Федерации.

Организаторами выставки являются:
Министерство природных ресурсов и экологии Российской Федерации,
Федеральное агентство по недропользованию,
ООО "Экспроброкер".

- Научно-техническая конференция
- Круглые столы по направлениям
- 8-й Фестиваль авторской геологической песни "Люди идут по свету"

НЕДРА 2012



ENTRAILS 2012

