

Венчурное финансирование для новаторов

Андрей Лукашов,
руководитель департамента
финансов и инвестиций
компании «Форум консалтинг»

Главная проблема молодых фирм, которые внедряют инновации, – отсутствие уверенности в том, что их начинания увенчаются успехом. Из-за высоких рисков, которым подвергаются подобные компании, им крайне сложно получить кредиты. Дополнительные трудности возникают также из-за того, что потенциальные инвесторы далеко не всегда полностью осведомлены о проектах, которые запланировали новаторы. Однако такие компании все же могут получить необходимые средства. Для этого им нужно прибегнуть к венчурному финансированию.

Венчурное инвестирование – это один из наиболее эффективных методов финансирования молодых инновационных предприятий. Под венчурным капиталом обычно подразумевают инвестиции в быстрорастущие и часто высокотехнологичные компании. Их молодость и осязаемый уровень риска затрудняет привлечение капитала на разработки и маркетинг инновационных продуктов. Такие предприятия часто не могут выплачивать проценты по долговым обязательствам, так как несут убытки на начальных этапах развития. Они вынуждены финансировать свое развитие с помощью внешнего акционерного капитала. Но самостоятельно привлечь вкладчиков для них тоже очень непросто. Новаторы часто не умеют правильно представить концепцию своей работы, а найти желающих вложить деньги в неизвестность – задача невыполнимая. В этом случае наиболее эффективную помощь молодым фирмам окажут фонды венчурного капитала.

Структура фонда

Большинство венчурных фондов создают в виде партнерств с ограниченной ответственностью (ПОО). Именно эта форма исторически оказалась наиболее удачной для организации венчурного капитала. ПОО состоит из **ограниченных** и **общих** партнеров. Первые участвуют в деятельности только своими капиталами, но не принимают участие в управлении и не несут ответственность за работу партнерства. Они рискуют лишь теми средствами, которые инвестировали в дело.

Общий партнер участвует в управлении партнерством и несет полную ответственность за его деятельность – это корпорация, учрежденная и управляемая венчурным капиталистом. Внешние инвесторы выступают как ограниченные партнеры и не оказывают прямого влияния на деятельность фонда. Обычно они перечисляют часть средств венчурному фонду немедленно, а ос-

тальные обязуются перевести по мере того, как фонд найдет достойный объект для финансирования.

Участники заключают соглашения об учреждении партнерства на срок до 10 лет. Иногда их продляют еще на три года. Когда срок действия договора истекает, фонд прекращает свою деятельность, а венчурные капиталисты создают новое партнерство и пытаются привлечь в него новые капиталы.

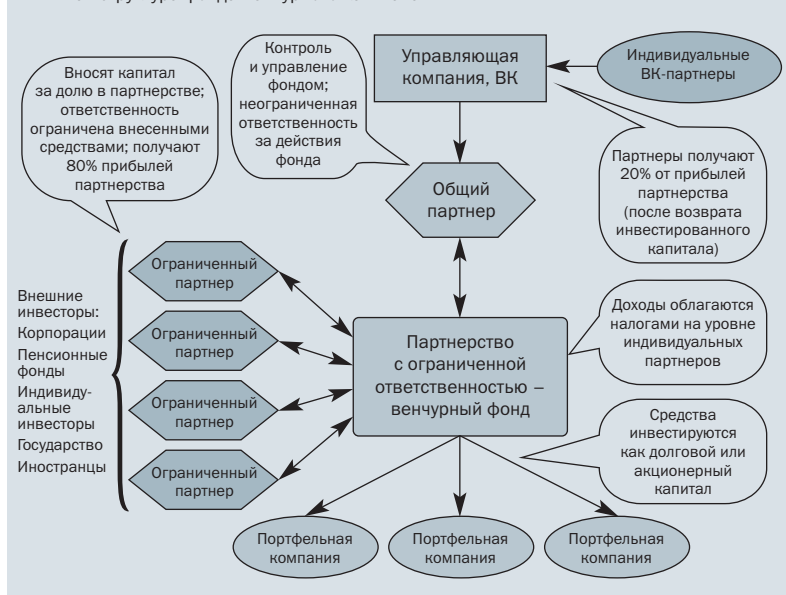
Все средства, вырученные от инвестиций в предприятия, по мере поступления перечисляют внешним инвесторам. За свою деятельность венчурные капиталисты получают обычно 2,5 процента активов под управлением и до 20 процентов от прибыли фонда. Причем свою долю от прибыли фонда венчурные капиталисты получают только после того, как внешние инвесторы вернули себе всю первоначальную сумму инвестиций.

Менеджеров фондов венчурного капитала называют венчурными капиталистами. Их задача — направлять институциональные и частные средства на финансирование новых предприятий, которые испытывают значительные трудности в получении финансирования от других поставщиков капитала, например банков. В этой ситуации венчурные капиталисты выступают в роли хорошо информированных посредников между предприятиями и инвесторами. Они ликвидируют информационную асимметрию, то есть доводят до широкого круга потенциальных вкладчиков суть разработок инновационных компаний в максимально доступной форме. Таким образом, менеджеры искусственно создают рынок капиталов для молодых фирм.

Метод венчурного капитала

Итак, инвесторы нашли предприятие и приступили к переговорам о финансировании. Первый вопрос

Типичная структура фонда венчурного капитала



на них — оценка стоимости компании. Цена фирмы будет сформирована именно на этом этапе. Окончательный вариант, как правило, будет средним показателем между ценой, которую предложило руководство организации, и суммой, рекомендованной инвестором. Причем обычно этот показатель ближе к мнению вкладчика.

При оценке стоимости компаний в венчурном финансировании используют самые разнообразные способы. Методология зависит от стадии развития компании, а также характера имеющихся данных о деятельности фирмы. Для организации на ранней стадии развития наиболее часто стоимость определяют по так называемому методу венчурного капитала. В первую очередь инвесторы просчитывают гипотетическую конечную стоимость организации на момент окончания горизонта инвестирования (обычно пять–семь лет). Затем полученное значение переносят в текущий период, делая поправку на целевую норму внутренней доходности (IRR). Эта норма зависит от стадии развития компании и колеблется от 80 процентов в год для компаний на начальной стадии («посев») до 20 процентов на поздних этапах.

Подобная методология позволяет полностью обойти вопрос негативных денежных потоков в начале развития компании. Другой отличительной чертой метода венчурного капитала является определение стоимости с учетом прогнозируемого размывания доли в капитале при последующих раундах финансирования.

Рассмотрим подробнее этапы оценки стоимости организации по методу венчурного капитала:

Первый этап: вычисление конечной стоимости (terminal value — TV) компании при выводе из нее инвестиций.

Наиболее популярный метод определения конечной стоимости фирмы — сравнение с компаниями-аналогами. Прогнозируемый (ко времени вывода инвестиций) чистый доход на акцию умножается на среднее соотношение цены акций к доходу для сопоставимых фирм.

Для сравнения венчурные инвесторы подбирают несколько зрелых и ликвидных предприятий, чьи характеристики в наибольшей мере соответствуют профилю, к которому стремится начинающий новатор. Бизнес-план молодой компании должен указывать, каким образом и в какие сроки органи-

Оценка стоимости компании в зависимости от ее стадии развития				
Этап финансирования	Стадия развития компании	Имеющиеся данные для оценки стоимости	Целевая внутренняя норма доходности, IRR (годовая)	Оценка стоимости компании
«Посев» (Seed)	Инкорпорация, начальные разработки	Концепция, бизнес-модель	> 80%	От \$1 млн +
Стартап, Серия «А»	Разработка продукции	Подтверждение модели, время до выхода на рынок	50–70%	От \$3 млн +
Серия «В»	Начало поставок	Предварительная выручка	40–60%	От \$7,5 млн +
Серия «С»	Поставки	Прогнозируемая выручка	30–50%	От \$10 млн +
Поздняя стадия («Мезанин»)	Поставки, достижение прибыльности	EBITDA, чистый доход	20–35%	От \$20–25 млн +

зация планирует достигнуть желаемого. Выбор фирм-аналогов может оказать существенное влияние на оценку стоимости. Поэтому одна группа сопоставимых предприятий может больше устраивать инвесторов, а другая — руководство компании.

В качестве примера рассмотрим компанию «А». Предположим, что ее прогнозируемый чистый доход через семь лет равен 20 миллион долларов, а соотношение акционерной стоимости к чистому доходу для сопоставимых компаний-аналогов равно 15-ти. Прогнозируемая конечная цена компании через семь лет будет равна 300 миллион долларов.

Второй этап: определение необходимой доли в акционерном капитале компании (т. е. доли собственности).

Для того чтобы определить необходимую инвестору долю в акционерном капитале, следует разделить сумму инвестиций на приведенную стоимость (present value — PV) конечной цены компании.

Продолжим рассматривать пример с компанией «А». Для данной фирмы целевой IRR равен 50 процентам в год. В этом случае приведенную конечную стоимость компании можно вычислить по формуле: $PV = \$300 \text{ млн} / (1 + 0,50)^7$, что равно 17,5 миллиона долларов. Инвестор планирует вложить 5 миллионов долларов. Отсюда его доля в капитале будет равна 28,5 процента (5 млн / 17,5 млн).

Третий этап: вычисление количества необходимых новых акций для инвестора и цены акции.

Количество новых акций для венчурного инвестора вычисляется по формуле:

Доля в капитале = Кол-во новых акций / (Кол-во новых акций + кол-во старых акций).

Компания «А» в настоящий момент имеет 500 000 акций. Для того чтобы инвестор получил 28,5 процента в капитале компании, совокупное число акций должно составить 700 000 (500 000 / 71,5%). Из них 200 000 акций должны принадлежать инвестору. Таким образом, цена одной акции составит 25 долларов за акцию (\$5 млн / 200 000).

Четвертый этап: вычисление доинвестиционной и послеинвестиционной стоимости компании.

При оценке стоимости бизнеса в венчурном финансировании используются термины «доинвестиционная стоимость» (pre-money) и «послеинвестиционная стоимость» (post-money). *Доинвестиционная стоимость* — это цена бизнеса до вливания венчурных инвестиций. *Послеинвестиционная стоимость* — это доинвестиционная стоимость вместе со стоимостью полученных вкладов.

В нашем случае доинвестиционная стоимость компании равна 12,5 миллиона долларов (500 000 акций × \$25 за акцию). Послеинвестиционная стоимость компании равна 17,5 миллиона долларов (700 000 акций × \$25 за акцию).

Пятый этап: прогнозирование «пропорции удержания» (retention ratio).

Большинство молодых компаний проходят через несколько ра-

ундов финансирования до момента выхода инвесторов из доли. Будущие инвесторы получают определенную долю в акционерном капитале и размоют долю первоначальных инвесторов.

«Пропорция удержания» = $(1 / (1 + \% \text{ в капитале будущей эмиссии для будущих инвесторов}))$.

Например, ожидается, что в будущем 10 процентов акций компании «А» будут проданы менеджерам и сотрудникам компании, а затем, при проведении IPO, 30 процентов акций будут предложены для публичного размещения на бирже. В данном случае «пропорция удержания» будет равна 70 процентам.

Шестой этап: вычисление требуемой доли в капитале и цены акции с поправкой на прогнозируемое размывание.

Требуемая доля в капитале с поправкой на размывание равна первоначальной доле в капитале, поделенной на «пропорцию удержания».

В данном случае требуемая доля в капитале с поправкой на размывание будет равна 40,7 процента (28,5% / 70%). То есть для того, чтобы сохранить целевую долю в капитале на уровне 28,5 процента при проведении IPO, инвестор должен получить 40,7 процента акций при проведении первого раунда финансирования.

Поэтому количество новых акций при проведении первого раунда должно составить 343 373 акции (500 000 / (1 — 40,7%) — 500 000 = 343 373).

Отсюда цена одной акции равна 14,56 доллара за акцию (\$5 млн / 343 373 = \$14,56).

«У венчурного финансирования в России большое будущее...»



Елена Земская,
независимый специалист
в области финансов
и экономики

Венчурный, или рисковый капитал — малопонятный для подавляющего большинства российских специалистов феномен. Его путают с банковским кредитованием или благотворительностью. Между тем отечественный венчурный бизнес существует уже более трех лет.

Россия потенциально очень интересна зарубежным вкладчикам. Законодательство в отношении вывода прибыли инвесторами у нас либеральнее, чем в других развивающихся странах. С другой стороны, работа венчурных фондов в России затруднена в силу неразвитости фондового рынка, непрозрачности финансовой деятельности компаний, отсутствия гарантий для инвестора.

На сегодняшний день индустрия венчурного капитала в России неразвита и на 99 процентов представлена иностранным капиталом. В этих условиях необходима популяризация механизмов венчурного бизнеса. Этому прежде всего может поспособствовать государственная поддержка малого и среднего бизнеса в области высоких технологий, привлечение российского капитала (в том числе институциональных инвесторов, банков и частных лиц), оздоровление общего инвестиционного климата в стране.

Инвесторы из США и Канады традиционно ориентируются на финансирование в первую очередь новых и очень молодых инновационных объектов. Серьезные изменения в их инвестиционной политике произошли в 80-е годы. В тот период на рынок венчурного капитала вышли крупные пенсионные фонды. В результате денежная масса стала избыточной. Но качественных проектов, куда можно было бы вложить эти средства, оказалось очень немного. Беспорядочные вложения в неперспек-

тивные фирмы привели впоследствии к крупным потерям.

В связи с этим некоторые инвесторы перестали финансировать фирмы, которые находятся на начальных стадиях развития, и переключились на менее рискованные проекты. Некоторые компании стали вкладывать средства лишь в отдельные сделки, другие расширили границы своей инвестиционной стратегии и начали поиск выгодных проектов в новых областях деятельности (например, в биотехнологии). В 90-е годы такая политика привела к оживлению промышленности и резкому увеличению объема венчурного капитала.

В США преобладают вложения в высокие технологии: около 60 процентов всех компаний, куда был направлен венчурный капитал. Что касается Западной Европы, то здесь венчурные инвестиции распределяются между отраслями достаточно равномерно, и процесс финансирования программ развития охватывает широкий спектр компаний.

Динамика вложений венчурного капитала на западноевропейском рынке свидетельствует о долгосрочной тенденции роста, который в последние годы резко ускорился. Скачки начались с 1997 года, когда, по сравнению с предыдущим годом, венчурные инвестиции в этом регионе возросли на 42 процента.

В целом характер статистики венчурной индустрии развитых стран позволяет сделать вывод о цикличности развития этой отрасли. Финансовые рынки постоянно требуют новых инвестиционных продуктов, а высокотехнологичные компании — новых методов финансирования.

Таким образом, можно ожидать заметного роста фондов венчурного финансирования в России. ■