

## **ПРИЗНАКИ ВЕНЧУРНЫХ ПРОЕКТОВ И КОМПАНИЙ**

Решение задачи инновационного развития России невозможно в рамках использования фирмами классических источников финансирования, таких как займы и кредиты. Инновационные компании являются потенциальными источниками быстрого роста, но имеют отличительные черты, в первую очередь чрезвычайно высокие риски, что требует принципиально иных форм финансирования. Речь идет о венчурном финансировании, которое имеет относительно высокую степень риска, но рассчитано на получение высокой прибыли. В эту сферу не идут консервативные инвесторы, опасющиеся таких высоких рисков, но именно венчурный бизнес может послужить источником ускоренного развития высокотехнологичных отраслей экономики страны. Основным спросом на венчурное финансирование предъявляют инновационные компании. Венчурный бизнес включает венчурные проекты и венчурные компании, но признаки отнесения проекта или компании к венчурным пока не получили четкого описания.

Для начала обратимся к терминам «бизнес-проект» и «компания». Согласно ГОСТ проект — это уникальный процесс, состоящий из совокупности скоординированных и управляемых видов деятельности с начальной и конечной датами, предпринятый для достижения цели, соответствующей конкретным требованиям, включающий ограничения по срокам, стоимости и ресурсам<sup>1</sup>. Бизнес-проект — это конкретное мероприятие, в которое вкладываются денежные средства с целью получения прибыли и / или прироста капитала<sup>2</sup>. Бизнес-проект может быть разработан по предприятию в целом (как по новому, так и действующему) или по бизнес-линиям (работам, услугам, продукции).

Венчурный проект может осуществляться в компаниях, в целом не относящихся к венчурным, в которых он является одним из направлений деятельности, причем неосновным. Если венчурный проект — основной вид деятельности, то речь идет о венчурной компании. Венчуrom называют как венчурные проекты крупных компаний, так и венчурные компании — фирмы, деятельность которых основывается на венчурном финансировании.

Все признаки отнесения проекта или компании к категории венчурных можно разделить на внутренние, относящиеся к самому проекту или компании, и внешние, характеризующие особенности отношений компании с инвесторами. В этих рамках структурируем их.

### **Внутренние признаки**

### *Новизна проекта и инновационный характер деятельности*

В отличие от проектного финансирования, используемого в случае уже известных, ранее осуществленных проектов, венчурное финансирование привлекается в новые проекты, ранее не реализуемые на рынке. Это первый признак отнесения проекта или компании к венчурным, который можно причислить к группе технологических особенностей.

Не имеющие аналогов проекты создаются на базе новых технологий, что может использоваться в качестве отличительной особенности венчурного бизнеса. Наиболее привлекательными для венчурного финансирования являются высокие технологии (high technology products), причем в большей степени ориентированные на продукцию промышленности (рынок b2b — business-to-business). Ограниченное число венчурных инвесторов интересуются добывающей отраслью, индустрией развлечений, недвижимостью или торговлей услугами. Совершенно непривлекательными для них остаются розничная и оптовая торговля, за небольшим исключением специальных отраслей, таких как торговля медицинскими товарами<sup>3</sup>.

Подтверждая приоритетность высокотехнологичных отраслей для венчурных инвесторов, Олег Манчулянцев, основатель и управляющий директор венчурного фонда ранних инвестиций SIPO, выделяет «три основных направления в венчурном бизнесе: автоматизация всего и вся с помощью устройств и программ (ИТ), использование для той же цели микроорганизмов и органических соединений (Biotech) и альтернативную энергетику»<sup>4</sup>.

### *Риск, прибыльность и потенциал «взрывного роста»*

Так как проект не имеет аналогов, то прогнозировать риски для него значительно сложнее. Поэтому второй (экономической) отличительной чертой венчурного бизнеса является высокая степень риска проекта или компании. Инновационные риски включают несколько видов: риск ошибочного отбора проекта, риск необеспечения проектов необходимыми ресурсами (в том числе финансовыми) в достаточном объеме, риск недостаточной квалификации персонала, риск непредвиденных затрат, риск усиления конкуренции, риск неисполнения контрактов, маркетинговый риск, риск невосприимчивости рынком инновационной продукции и др.<sup>5</sup>. Высокий риск обуславливает то, что в такой бизнес не идут консервативные инвесторы, предпочитающие гарантированную, хоть и меньшую прибыль. Венчурные инвестиции требуют высокой нормы прибыльности, а также быстрой окупаемости вложений: 3-5 лет для российских проектов, 5-10 лет для иностранных<sup>6</sup>.

Для того чтобы обеспечить высокую норму прибыльности и быструю окупаемость, венчурные проекты должны обладать потенциалом «взрывного роста». Это еще один экономический признак, характеризующий венчурный бизнес.

Одна из важнейших черт бизнеса, строящегося на базе новых технологий, — высокая доля затрат на НИОКР в общем объеме инвестиций. Соответственно успех в значительной степени зависит от объемов финансирования. Тратить огромные средства на новые разработки в наукоемких отраслях могут позволить себе крупные корпорации, занимающие стабильно высокое положение на рынке, а передовые технологии могут укрепить их позиции. Однако существует парадокс инновационной экономики: крупные корпорации не являются источником роста в области высоких технологий, поскольку новые разработки могут привести к технологическим революциям, которые выдвинут на первый план другие технологии, сделав продукцию, производимую этими корпорациями, неконкурентоспособной<sup>7</sup>. Подобное развитие событий закономерно. Причина заключается в принципах работы крупных корпораций, определяющих характер их роста, но тормозящих внедрение инноваций — ориентация на текущую прибыльность и существующий рыночный спрос, увеличение капитализации и темпов роста, тщательный анализ и планирование инвестиционных проектов. Последнее также является проблемой, т.к. новые рынки сложнее поддаются прогнозированию, а корпорации предпочитают работать с освоенными рынками в знакомых условиях.

Новые технологии могут подорвать позиции крупных технологических корпораций по следующим причинам<sup>8</sup>:

- 1) «подрывные» технологии проще и дешевле;
- 2) обеспечивают более низкую, чем консервативные проекты, отдачу на инвестиции в течение первых лет;
- 3) на начальном этапе внедрения ими не интересуются крупные группы потребителей, они пользуются спросом только на новых, незначительных по объему рынках;
- 4) рынок новых технологий имеет потенциал быстрого, а часто и «взрывного» роста.

Поэтому «подрывные» технологии зачастую невыгодны корпорациям, многие из них выводятся на рынок малыми компаниями. Доля малых и средних фирм в промышленном экспорте инновационной продукции составляет в Германии и Нидерландах 40%, в США и Японии — 15%<sup>9</sup>. В Германии, Франции и Италии малые предприятия производят 30% экспортируемой продукции машиностроения, металлообработки, химии, электротехнической, текстильной отраслей промышленности<sup>10</sup>. Несмотря на высокую значимость и

эффективность, малые инновационные фирмы характеризуются низкой жизнеспособностью, поскольку их деятельность ограничена негативным состоянием среды и неопределенностью получения положительного результата<sup>11</sup>. Проблемой развития таких компаний является нехватка финансирования, в силу того что собственных средств у них недостаточно. Они имеют следующие препятствия на пути к получению кредита<sup>12</sup>:

- 1) слишком высокие риски из-за несформированности рынка;
- 2) долгий срок (часто более 3 лет) выхода проекта на прибыльность;
- 3) отсутствие залогового обеспечения, поскольку основным видом собственности инновационного предприятия является интеллектуальная собственность, специализированное оборудование и / или ресурсы, малоликвидные на начальных стадиях развития компании.

Выходом для инновационных компаний становится венчурное финансирование.

#### *Интеллектуальная собственность*

На ранних стадиях развития инновационные компании еще не наладили производство, зачастую еще не имеют опытного образца своей продукции. Их основным активом является интеллектуальная собственность. Для дальнейшего развития бизнес-идеи им требуется венчурное финансирование. Потребность в высоких доходах превращает его в дорогостоящий источник капитала для компаний, но в то же время самый подходящий для предприятий, которым необходим огромный стартовый капитал и которые нельзя профинансировать более дешевыми методами. Чаще всего потребность в венчурном финансировании возникает у компаний с большой долей нематериальных активов, таких как программное обеспечение и другие виды интеллектуальной собственности, ценность которых еще не проверена, что объясняет, почему венчурный капитал превалирует в быстро развивающихся технологических отраслях<sup>13</sup>. Интеллектуальную собственность, как основной актив компании, можно выделить поэтому как признак, который относится к организационно-правовым. Однако он характерен именно для начальных этапов финансирования, поэтому является дополнительным.

#### *Стадии развития венчурной компании*

Последний внутренний признак, который выделим, — особые стадии роста и развития венчурной компании. Он тесно связан с описанными особенностями венчурного бизнеса: преимущественным развитием венчурных проектов малыми, зачастую инновационными фирмами, наличием большого временного разрыва («долина смерти») между началом работы венчурной компании и выходом на прибыльность, высоким риском и осо-

быми источниками финансирования проекта или компании. Этот признак относится к организационным особенностям самой компании и является внутренним.

В индустрии прямых частных и венчурных инвестиций существует общепринятое разделение процесса роста и развития компании на стадии<sup>14</sup>:

1. Seed («посевная»); компания находится на стадии формирования, имеется лишь проект или бизнес-идея, создается управленческая команда, проводятся НИОКР и маркетинговые исследования.
2. Start-up («стартап»); компания недавно образована, занимается разработкой модели или получением опытного образца, пытается организовать производство и выход продукции на рынок.
3. Early stage, early growth («ранний рост»); имеются экономические расчеты и анализ рынка, компания осуществляет выпуск и коммерческую реализацию готовой продукции, хотя пока не имеет устойчивой прибыли. На эту стадию приходится точка безубыточности.
4. Expansion («расширение»); компания занимает определенные позиции на рынке, становится прибыльной, нуждается в финансировании для расширения производства и сбыта, в проведении дополнительных маркетинговых исследований, в увеличении основных фондов и капитала.
5. Иногда перед «выходом» выделяют промежуточную стадию Mezzanine («мезонинную»), на которой привлекаются дополнительные инвестиции для улучшения краткосрочных показателей компании, чтобы повысить ее капитализацию. На данной стадии вкладываются инвесторы, ожидающие быструю отдачу от вложений.
6. Иногда выделяют стадию реструктуризации бизнеса, если она имеет место.
7. Exit («выход»); этап, на котором происходит продажа доли инвестора другому стратегическому инвестору, их первичное размещение на фондовом рынке (IPO) или выкуп менеджментом (MPO).

В зависимости от стадии, на которой находится компания, изменяются риски вложения средств и объемы необходимого инвестирования.

## **Внешние признаки**

### *Невозможность залога и особые источники финансирования*

Поскольку компания не обладает достаточными материальными активами (основной актив — интеллектуальная собственность), ее финансирование невозможно обеспечить залогом. Для венчурного бизнеса характерно, что «средства предоставляются на безвозвратной, беспроцентной основе, не требуется и обычного при кредитовании обеспече-

ния. Переданные в распоряжение венчурной фирмы ресурсы не подлежат изъятию в течение всего срока действия договора. Возврат вложенных средств и реализация прибыли происходят в момент выхода»<sup>15</sup>. Невозможность залога является предпосылкой особых источников финансирования в виде венчурных фондов и фондов прямых инвестиций, а также может быть выделена как отдельный финансовый признак отнесения проекта или компании к венчурным.

К финансово-экономической сфере можно отнести признак особенности привлечения средств для финансирования. Им является использование нетрадиционных источников финансирования проекта — средств венчурных фондов и фондов прямых частных инвестиций. Этот признак вытекает из того, что особенностью венчурного финансирования являются высокий риск и высокая прибыльность. В то же время если существует спрос на рискованные инвестиции, рынок отвечает предложением. Появление венчурных фондов и фондов прямых частных инвестиций исторически обусловлено развитием инновационных компаний.

Разрыв между спросом и предложением на инвестиционные ресурсы со стороны инновационных компаний привел к развитию нового инвестиционного механизма. Им стало прямое (private equity) и венчурное (venture) финансирование, которые различаются уровнем риска и объемом предоставляемых средств<sup>16</sup>. Венчурное финансирование предоставляется на ранних стадиях жизни компании в меньших объемах, но с большими рисками, чем прямое финансирование, которое более распространено на поздних стадиях жизни компании. В некоторых исследованиях и обзорах рынков средства фондов прямых частных инвестиций, вложенные в компании, прошедшие через венчурные фонды или финансирование «бизнес-ангелов», относят к венчурному бизнесу, а венчурное финансирование называют разновидностью прямого финансирования<sup>17</sup>. Тогда инвестиции в компании, находящиеся на стадиях раннего роста, расширения и мезонинная, называются инвестициями поздних стадий.

Общим принципом прямого и венчурного финансирования является вложение средств в обмен на значительную (больше 10%) долю в компании с целью получения высокой прибыли после продажи своей доли через какое-то время. Прибыль образуется за счет капитализации компании за время совместной «жизни» с инвестором, который, как правило, предоставляет не только средства на развитие, но и помощь в процессе создания, развития и управления бизнесом.

Венчурное финансирование в большинстве случаев осуществляется в акционерный капитал компании, хотя «в тех или иных пропорциях может включать долговое финансирование (через предоставление связанных кредитов или покупку облигаций, инвестируе-

мых компаний, финансирование в форме лизинга в целях оптимизации налогообложения), а также частично финансирование из государственных источников»<sup>18</sup>. Венчурные инвестиции в основном осуществляются напрямую, т.е. являются внебиржевыми. В связи с этим финансирование напрямую в акционерный капитал можно считать признаком организационно-правового характера венчурного бизнеса.

#### *Участие инвестора в управлении и структура сделок*

Венчур предполагает особые экономические отношения, при которых инвестор участвует в управлении компанией, передает ее основателям опыт ведения бизнеса, необходимые знания в области бухгалтерского учета, маркетинга, а также некоторые полезные связи и контакты. Имя известного венчурного инвестора, вложившего средства в компанию, может стать брендом, повышающим шансы стартапа выжить в конкурентной среде и при необходимости получить дополнительное финансирование, в том числе из других источников, доверяющих мнению инвестора. Эти особенности во взаимоотношениях инвестора и компании можно выделить как организационно-правовой признак. Именно такие «умные» инвестиции помогают компаниям преодолеть «долину смерти».

Так как инвестор играет значительную роль в работе компании, усложняются договоры по привлечению инвестиций. Сложная структура сделок является организационно-правовым признаком отнесения проекта или компании к венчурным. В силу новизны и рискованности венчурных проектов в ходе их реализации зачастую возникают неожиданные сложности и обстоятельства, затрудняющие достижение запланированных целей, что нередко приводит к конфликтам. Чтобы их избежать и прописать все правила игры, венчурные договоры зачастую имеют сложную структуру, чтобы защитить интересы всех участников и создать стимул для всех сторон действовать на благо проекта. Венчурный инвестор приобретает право контролировать проект, даже оставаясь миноритарным акционером. Для фиксации долей участников сделки используются разные инструменты: обычные и привилегированные акции, конвертируемые привилегированные акции и привилегированные акции с правом участия, опционы и долговые инструменты, наделение правами (vesting) и договоренности (covenants), защита от «разводнения», плата за участие и др. Однако эти инструменты и методы являются лишь техническими средствами. Сделка по привлечению венчурных средств в значительной мере зависит от согласования интересов основателей компании и инвестора.

Изложенные особенности венчурного бизнеса позволяют выделить признаки отнесения проекта или компании к категории венчурных (табл. 1).

**Таблица 1. Признаки отнесения проекта или компании к категории венчурных**

Признак	Внутренний	Внешний
Технологические	Новизна проекта (раньше не осуществлялся)	—
	Инновационный характер деятельности	
Финансово-экономический	Высокий риск и высокая прибыльность	Невозможность залога
	Потенциал «взрывного роста»	Особые источники финансирования: венчурные фонды и фонды прямых инвестиций
		Инвестиции в акционерный капитал
Организационно-правовой	Интеллектуальная собственность как основной актив (дополнительный признак)	Особые экономические отношения: инвестор участвует в управлении компанией
	Особые стадии роста и развития компании	Сложная структура сделок

Предложенные признаки разделены на внутренние и внешние и структурированы по сферам на технологические, финансово-экономические и организационно-правовые.

### Примечания

<sup>1</sup> ГОСТ Р ИСО 9000-2008. Системы менеджмента качества. Основные положения и словарь. С. 10.  
GOST R ISO 9000-2008. Sistemi menedjmenta kachestva. Osnovnie polojenia I slovar. P. 10.

<sup>2</sup> Бизнес-проект. Эксперт Оценка. Сор. 2003-2006 // <http://www.9r.ru/part602.htm>

Business-project. Expert Otsenka. Sor. 2003-2006

<sup>3</sup> Родионов И.И. Венчурный капитал. М., 2010. С. 197.

Rodionov I.I. Venchurnii kapital. M., 2010. P. 197.

<sup>4</sup> Манчулянцев О. Как вырастить компанию на миллиард. Прописные истины венчурного бизнеса. М.: Альпина Паблишерз, 2010. С. 14.

Mantchylantsev O. Kak virastit kompaniy na milliard. Propisnie istini venchurnogo biznesa. M.: Alpina Publishers, 2010. P. 14.

<sup>5</sup> Нестеренко Ю.Н. Малый инновационный бизнес: новые подходы к эффективному развитию. М., 2006. С.104.

Nesterenko J.N. Malyi innovatsionnyi bizness: novie podhody k effektivnomu razvitiyu. M., 2006. P. 104.



---

<sup>6</sup> *Каширин А.* Венчурное инвестирование в России. СПб.: Вершина, 2007. С. 84.

*Kashirin A.* Venchurnoe investirovanie v Rossii. SPb.: Vershina, 2007. P. 84.

<sup>7</sup> Там же. С. 14. Ibidem. P. 14.

<sup>8</sup> Там же. С. 16. Ibidem. P. 16.

<sup>9</sup> *Нестеренко Ю.Н.* Малый бизнес. Тенденции и ориентиры развития в современной России. М., 2007. С. 147.

*Nesterenko J.N.* Malii biznes. Tendentsii I orientiri razvitia v sovremennoi Rossii. M., 2007. P. 147.

<sup>10</sup> *Нестеренко Ю.Н.* Система открытых инноваций: условия и пути развития малого предпринимательства // Экономический журнал, 2010. С. 7.

*Nesterenko J.N.* Systema otkritih innovatsii: uslovia I pyti razvitia malogo predprinimatelstva // Economicheskii jurnal, 2010. P. 7.

<sup>11</sup> Там же. Ibidem

<sup>12</sup> *Каширин А.* Указ. соч. С. 16-17.

*Kashirin A.* P. 16-17.

<sup>13</sup> Венчурное инвестирование как двигатель высоких технологий // Свердловский областной венчурный фонд // <http://uralventure.ru/venture-is-engine>

Venchurnoe investirovanie kak dvigatel visokih tehnologii // Sverdlovskii oblastnoy venchurnii fond.

<sup>14</sup> Там же. С. 190-191; *Каширин А.* Указ. соч. С. 19-20.

Ibidem. P. 190-191; *Kashirin A.* P. 19-20.

<sup>15</sup> Венчурные фирмы // Инновационное управление // <http://innovation-management.ru/vidy-innovaczij/venchurnye-firmy>

Venchurnie firmi // Innovatsionnoe upravlenie.

<sup>16</sup> *Каширин А.* Указ. соч. С. 19.

*Kashirin A.* P. 19

<sup>17</sup> Инновации и предпринимательство // Портал информационной поддержки инноваций и бизнеса. Соп. 2003-2012 // [http://www.innovbusiness.ru/content/document\\_r\\_F4FF22A6-A19B-43B9-9585-C582E430FB5F.html](http://www.innovbusiness.ru/content/document_r_F4FF22A6-A19B-43B9-9585-C582E430FB5F.html)

Innovatsii I predprinimatelstvo // Portal informatsionnoi podderjki innovatsii I biznesa. Сop. 2003-2012.

<sup>18</sup> *Родионов И.И.* Указ. соч. С. 31.

*Rodionov I.I.* P. 31.