MIRKIN.RU - http://mirkin.ru

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ
ВЫСШЕГО ПРОФЕССИОНАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ
«ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»

Кафедра ценных бумаг и
финансового инжиниринга
«Допустить к защите»
Заведующий кафедрой
_____ проф. Рубцов Б. Б.
(подпись)
«__» _____ _____ года
(число) (месяц) (год)

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание степени магистра экономики
по магистерской программе
«Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»
на тему:

«Эффективность инвестирования в венчурные предприятия»

Выполнила:
студентка факультета магистерской подготовки
_____ Лебедева Нина Дмитриевна
(подпись)
Научный руководитель:
К. э. н., доцент
_____ Брюховецкая Светлана Владимировна
(подпись)

Москва – 2009

Содержание

Введение 3
1. Основные предпосылки венчурного инвестирования.....9
1.1. Особенности венчурных инвестиций, риски и возможности 9
1.2.Особенности процесса инвестирования с участием бизнес-ангелов 20
2. Эффективность процесса венчурного инвестирования для инвесторов и предпринимателей.....27
2.1. Предпосылки принятия решений венчурных инвестиций: оценка венчурных предприятий, маркетинговые исследования.....27
2.2. Процесс венчурного инвестирования с точки зрения предприятия 44
2.3. Венчурные предприятия на финансовых рынках, их особенности и перспективы...51
3. Возможные способы развития и совершенствования венчурного инвестирования60
3.1. Проблемы, возникающие в процессе развития венчурного инвестирования и возможные пути их решения.....60
3.2 Возможные способы развития и совершенствования венчурного финансирования.68
Заключение 71
Список использованной литературы 75
Приложение А. Расчет показателя WACC для компании Amazon.....89

Введение

Существует мнение, что для успешного функционирования и развития экономики деньги должны находиться в процессе обращения, в процессе работы. Издавна в экономиках различных стран использовались способы, катализирующие оборот денег. С помощью развития системы банковских депозитов и кредитов уже многие годы назад происходило распределение средств, необходимое для развития как частных фирм, так и экономик стран мира. С течением времени и с развитием мировой финансовой системы, появляются все более совершенные способы аккумуляции денежных средств в тех финансовых институтах, где они способны принести наибольшую выгоду как вкладчикам, так и реципиентам. Фондовые рынки позволяют привлечь средства для компаний самых разных областей. Участвовать в данном процессе могут трейдеры из разных стран мира, что позволяет глобализировать процесс перемещения денежных средств, что выгодно как для развитых так и для развивающихся стран.

Актуальность темы. В век высоких технологий нельзя представить развития техногенной мысли без основательных финансовых вложений. В новейшей истории немало примеров развития целых научных институтов и центров, порожденных путем грамотного слияния высоких технических умов и эффективного менеджмента. Это «Силиконовая долина» в Северной Калифорнии, США; Бангалор в Индии. Существуют примеры, когда небольшие фирмы, в результате сочетания инвестиций и интеллектуальной деятельности, превращались в глобальные компании. Это Microsoft, Intel, HP, Amazon, Googgle и др. Значит, венчурные инвестиции не остаются незамеченными, а напротив, как сравнительно новое и свежее явление, дают возможность развиться гениальной идее в большую прибыльную корпорацию, как маленькому зернышку - в большое плодоносное дерево. Но для такого превращения необходимо пройти немало важных этапов от «посевной стадии» до стадии зрелости. И лишь немногие компании ее

достигают, проходя несколько кругов отбора. Следовательно, для успешного развития молодого предприятия – старт-апа в венчурное предприятие и затем в успешную фирму, нужно понимать как себя вести на каждом этапе такого трудоемкого процесса разным участникам бизнеса – инвесторам и предпринимателям.

Венчурным капиталистам, в свою очередь, немаловажно понимать, насколько большой отдачи они могут ожидать от той или иной венчурной фирмы с учетом особенных внутренних и внешних факторов. Для этого можно использовать не только финансовую оценку предприятия, но и его сильные и слабые стороны, к примеру, используя SWOT-анализ.

Учитывая, что инвестор и предприниматель будут действовать целесообразно со стадией, на которой фирма находится в конкретный исторический момент в данных условиях, открывая необходимую информацию, у обоих эффективность и отдача от такого процесса будут больше, развитие эффективнее, и материальный и моральный результаты лучше. Следовательно, исследуя тему эффективности финансового инвестирования для обеих сторон, можно найти конкретные решения, позволяющие сделать процесс поиска инвестором и предпринимателем друг друга проще. При благоприятном исходе, процент старт-апов, выросших в успешные фирмы, может возрасти, что может привнести положительный эффект в экономику стран, поскольку инновационные продукты имеют тенденцию быть востребованными сами по себе и в совокупности двигать вперед научно-технический прогресс в целом.

В России к настоящему моменту сложилась ситуация, когда экономическое положение страны в относительно большой мере зависит от добычи и экспорта полезных ископаемых (нефть, газ, тяжелая металлургия). Высокие технологии, в отличие от природных ресурсов, при условии их развития в будущем могут принести значительную прибыль, что видно, к примеру, в японской модели в экономиках развитых стран. Венчурное инвестирование является одним из путей развития высокотехнологической

отрасли страны путем развития отдельных небольших проектов, лучшие из которых вырастут в большие компании, что способно принести выгоду как участникам проектов, так и экономике страны в целом. Венчурные инвестиции могут оказаться выгодным проектом: инвестиции в инновации приносят финансовую отдачу размером в 35-50%.

В работе раскрываются также проблемы развития венчурного инвестирования в стране, такие как отсутствие нормального спроса на российские высокотехнологические продукты, сложности в регулировании патентов и прав собственности.

Цели и задачи исследования. Целями диссертационного исследования являются:

- Выявить наиболее важные обязанности инвесторов и венчурных предпринимателей для осуществления наиболее эффективных совместных действий.
- На основе SWOT-анализа, оценки фирм и экспертных рекомендациях для разных видов инвесторов (бизнес-ангел, венчурный капиталист и обычный инвестор) и для венчурных предприятий, находящихся на разных стадиях развития, определить основные способы их эффективного сближения для осуществления венчурного инвестирования.

Для этого в ходе исследования решаются следующие задачи:

- Выявить, насколько готовы инвесторы разных категорий для осуществления инвестиций в венчурные компании, находящиеся на разных этапах развития
- Выявить, насколько высок риск инвестиций в венчурные предприятия
- Определить, каким образом предприниматели могут предоставить инвесторам наиболее полную информацию об особенностях своей фирмы, о производимом продукте, о планах по развитию бизнеса

- Определить перспективу и ретроспективу функционирования венчурных предприятий на финансовых рынках; целесообразность их взаимодействия с российскими и зарубежными управляющими компаниями и венчурными фондами

- Определить необходимость повышения прозрачности информации в области венчурного финансирования и способы ее достижения

Предмет исследования – Венчурные предприятия

Объект исследования – Эффективность инвестирования в венчурные предприятия

Методология исследования. В данной работе используются теоретический и эмпирический методы. Последний преобладает, поскольку для достижения поставленных целей в данной работе в большей степени возникала необходимость в качественной оценке действия противоположных сторон венчурного инвестирования (инвестора и венчурной организации), проблем, с которыми они могли столкнуться и поиском путей их предотвращения. Тем не менее, в работе, наравне с качественным, применяется количественный метод, который необходим для осуществления оценки эффективности инвестиций. Для наглядности статистических и теоретических данных, в данной работе приводятся таблицы, графики и графические изображения. Также приводятся настоящие примеры (case studies) уже совершенных инвестиций для наглядной демонстрации влияния финансирования развивающихся фирм на разных этапах. Это позволяет сравнить разные примеры, проследив их историю и сделать выводы о целесообразности тех или иных действий для участников венчурного финансирования. Основным ограничением в ходе исследования можно назвать непрозрачность информации по уже осуществленным венчурным инвестициям. Как правило, такие крупные инвесторы, как бизнес-ангелы, не склонны делиться информацией о проектах, в которых они принимали участие. Тем не менее, небольшое число инвесторов является исключением и

информацию об их деятельности можно использовать для сравнения с работой других инвесторов и для определения их влияния на развитие процесса венчурного инвестирования в целом.

Характеристика используемой информационной базы. В работе рассматриваются реальные примеры венчурных предприятий, вышедших на высокий уровень, а также старт-апы, которым пока не удалось стать зрелыми компаниями. В работе приведены статистические данные по венчурным инвестициям в виде таблиц и графиков для наглядности и упрощения восприятия числовых данных. Описан процесс оценки венчурных предприятий, позволяющий принять решение инвестировать денежные средства в проект или отказаться от такого решения.

В ходе исследования применялась научная, энциклопедическая литература, периодические информационные издания, русские и зарубежные СМИ, Интернет-ресурсы разного характера: веб-сайты венчурных фондов, интренет-блоги известных бизнес-ангелов, научно-исследовательские статьи о венчурном инвестировании. Выбор разнообразной литературы позволил подойти критически к вопросам исследования, что помогало обеспечить независимую оценку. Кроме того, были использованы научные выкладки из смежных областей – маркетинга, экономической психологии, менеджмента, что позволило рассмотреть тему с разных ракурсов, осветив с новых сторон предмет и объект исследования.

Структура магистерской диссертации. Данная магистерская диссертация содержит вступление, три главы и заключение. Вступление позволяет ознакомиться с ключевыми моментами дальнейшего повествования диссертации. Первая глава содержит теоретические денные, основные определения понятий, описываемых далее. Речь идет о венчурных инвесторах, венчурных фондах, бизнес-ангелах, венчурных предприятиях, находящихся на различных этапах развития, об истории становления венчурного инвестирования в разных странах. Данная часть информирует о том, как осуществляется процесс венчурного финансирования.

Во второй главе акцент сделан на том, как венчурное финансирование осуществляется на практике, как ведут себя его участники в различных условиях, чем обусловлены их действия. Приводятся примеры из практики и суждения экспертов; приводится статистическая информация для возможности суждения о ситуации, в которой находятся венчурные инвесторы в России и за рубежом. Сопоставление различных инвесторов и фирм, работающих в разных областях, представленных на различных рынках, дает объемную картину происходящего процесса венчурного финансирования и позволяет сделать выводы о тех необходимых шагах, которые должны осуществить обе стороны для усовершенствования данного процесса.

В третьей главе автор делает выводы по заданной теме и приводит предпосылки для дальнейших исследований, которые могут быть выявлены на основе проделанной работы с учетом современных тенденций на рынках, сделанных прогнозов. Статистические данные, приведенные в данной главе, несут необходимую информацию для осуществления выводов и прогнозов на будущее.

Вывод является логическим заключением и итогом проделанной работы. В нем раскрываются достигнутые результаты по поставленным целям, и суммируются в краткой форме ключевые моменты данной магистерской диссертации.

1. Основные предпосылки венчурного инвестирования

1.1. Особенности венчурных инвестиций, риски и возможности

В настоящее время постоянное развитие технологий дает предпосылки к построению бизнеса в этой нише. Залогом успеха в таком бизнесе может служить симбиоз хороших управленцев и высоких умов в области технологий. Однако на пути развития такой фирмы встает ряд проблем: высокие риски, потребность в масштабном финансировании, недостаток информации. Тем не менее, эти проблемы решаемы, а такого рода предприятия успешно развиваются. Появляются венчурные предприятия – инвестиционные компании, которые работают с инновационными предприятиями и проектами. Венчурным бизнесом в основном занимаются небольшие фирмы, организованные, как правило, при наукоёмких областях производства, научных исследований, разработчиках новых технологий. Несмотря на высокие риски, венчурное инвестирование является одним из наиболее эффективных методов финансирования молодых инновационных предприятий. Тот факт, что компании созданы недавно, не имеют большого опыта работы на рынке, затрудняет привлечение капитала на разработки и маркетинг инновационных продуктов. Такие предприятия испытывают затруднения в выплате процентов по долговым обязательствам, так как несут существенные убытки на начальных этапах развития. Происходит разрыв между спросом и предложением финансовых ресурсов для инноваций, преодолев который, можно создать венчурное предприятие. Таким образом, венчурное инвестирование позволяет аккумулировать капитал в необходимом масштабе и оптимизировать систему защиты от рисков. Это процесс вложения капитала инвестора в обмен на долю в компании старт-апа (инвестиции в быстрорастущие и часто высокотехнологичные компании) с ориентацией на дальнейший рост капитализации профинансированной компании в будущем и получение значительной прибыли при продаже этой доли через определенный срок времени. Венчур является высоко рисковым

предприятием с использованием высоких технологий и НИОКР, которые ранее не использовались. Риск состоит в том, что доход по инвестициям не гарантирован.

Нередко инвесторам и молодым венчурным предприятиям трудно найти друг друга – для такого поиска не хватает общедоступной информации. Вот почему организация некой единой системы, которая будет помогать аккумулировать денежные средства для использования небольшими технологическими фирмами, весьма существенна. Речь идет о венчурном фонде. Ученые – люди, от которых зависит будущее компании. Именно они создают новые продукты и могут катализировать процесс развития научной мысли в помощь как собственной компании, так и отрасли в целом. Но вместе с тем существует ряд нюансов, которые нужно учесть для выживания новой фирмы на рынке. Например – защиту прав интеллектуальной собственности. Нетрудно предположить, что сами изобретатели могут оказаться не столь компетентными в вопросах юриспруденции и защиты авторских прав. Кроме того, для успешного развития бизнеса финансами фирмы, менеджментом, маркетингом, должны заниматься также профильные специалисты. Иными словами, каждый должен заниматься своим делом. Создание венчурных предприятий способствует рациональному распределению должностных обязанностей, что в результате слаженной работы нового коллектива обеспечит награду всем его участникам.

В начале развития фирмы привлечь инвестиции непросто. Этот этап называется «долиной смерти» (См. Рисунок 1). Его характеризуют слишком высокие риски, большой срок до выхода проекта на прибыльность (2-3 года), отсутствие залогового обеспечения, так как одной из главных имущественных ценностей подобного предприятия является нематериальная интеллектуальная собственность.

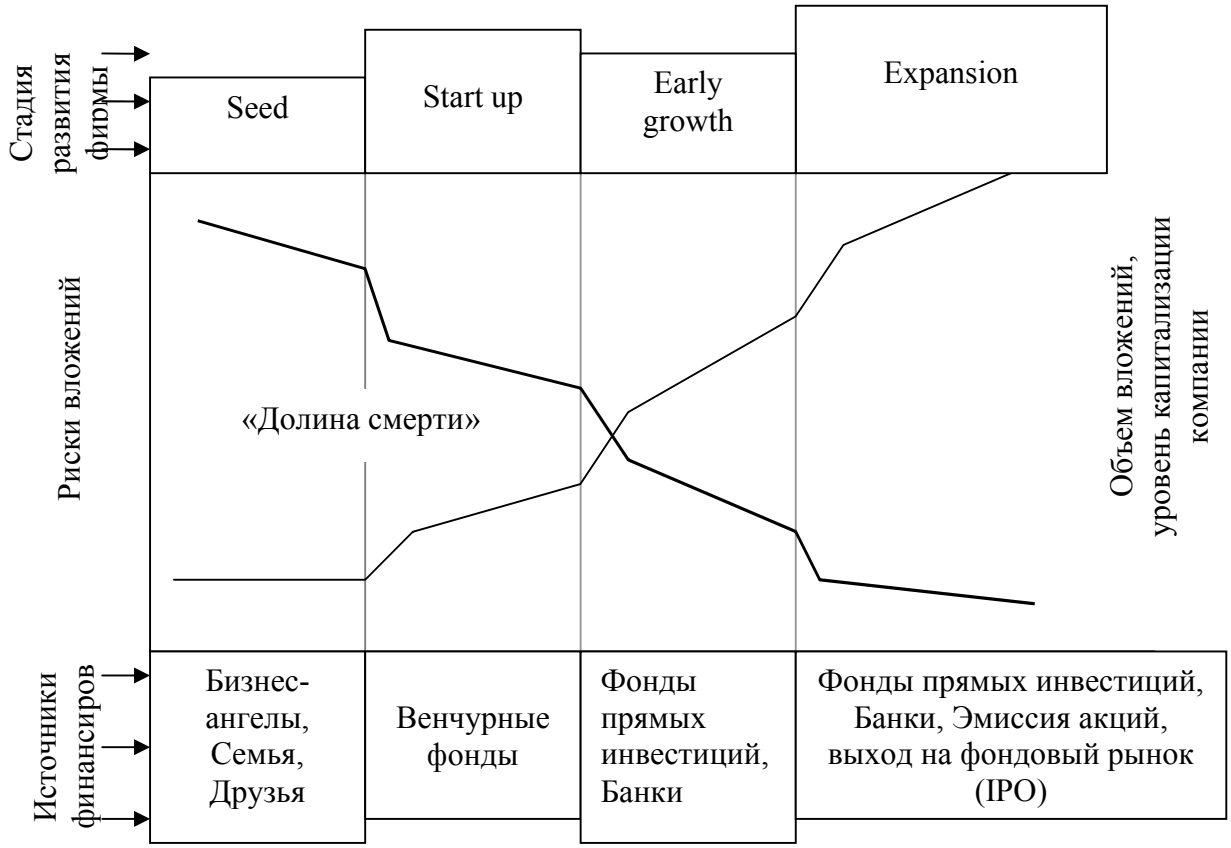

Рисунок 1 – Объемы и источники венчурных инвестиций на разных стадиях развития компании, сопряженные с разной степенью риска инвестиций[1]

Дальнейшие основные этапы развития молодой высокотехнологичной фирмы можно отразить в виде таблицы (см. Таблицу 1).

Таблица 1

Этапы развития венчурного предприятия

Название	Описание
Seed «Посевная стадия»	На первоначальной стадии происходит формирование компании, предлагаются и рассматриваются проекты или бизнес-идеи, создается управленческая команда, ведутся работы НИОКР, создаются опытные образцы, разрабатывается основная бизнес-концепция организации.
Start-up	Компания сформирована. Наличие опытных образцов. Организуется серийное производство. Продукция представляется на рынке. Первоначальные маркетинговые исследования.
Early stage	Производится выпуск и коммерческая реализация готовой продукции. Данная стадия характеризуется отсутствием устойчивой прибыли. Компания выходит на «точку безубыточности». Растут объемы необходимых оборотных средств.

[1] Каширин, А. И. Венчурное инвестирование в России / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Вершина, 2007. – 320 с. – ISBN 978-5-9626-0310-0.

Продолжение таблицы 1

Expansion	Компания занимает определенные позиции на рынке, получает устойчивую прибыль от основного бизнеса, расширяет производство продукции и сбыт, проводит маркетинговые исследования, увеличивает основные фонды и объем оборотных средств. На этой стадии необходимы крупные инвестиции в дальнейшее развитие.
Later stage («Мезонин»)	Компания завоевывает прочные позиции на целевых рынках, получает стабильную прибыль. Может эмитировать акции (обращение на бирже), выплачивая по ним дивиденды. Темпы ежегодного роста компании невелики.

На начальных стадиях – от «посевной» до «раннего развития» фирма зачастую терпит убытки и только потом выходит на рост прибыли. Графически этот процесс можно отразить следующим образом:

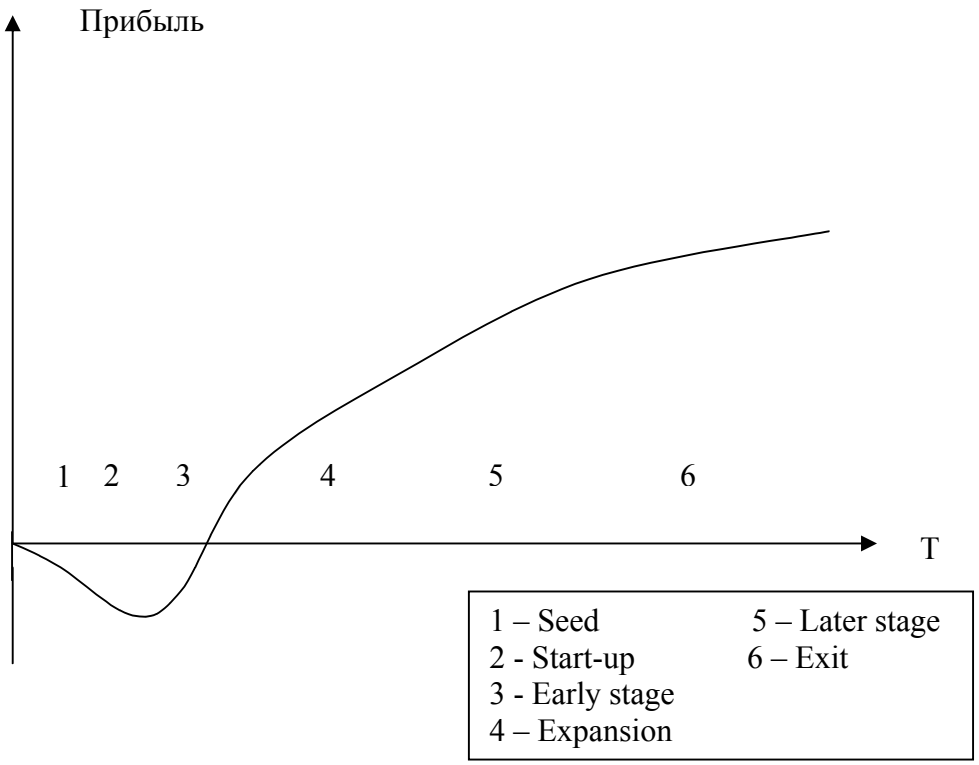

Рисунок 2 – Изменение прибыли на разных этапах развития компании[2]

Инвестиции в венчурную компанию привлекаются постепенно. На начальной стадии, пока информация о фирме не распространена широко,

[2] Каширин, А. И. Венчурное инвестирование в России / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Вершина, 2007. – 320 с. – ISBN 978-5-9626-0310-0.

главным образом привлекаются инвестиции знакомых и друзей предпринимателя. Таких первых инвесторов объединяют в группу под названием «3 F» - family, friends, fools, что в переводе означает «семья», «друзья» и «дураки» (см. Рисунок 1) - инвесторы, которые готовы поверить в перспективу успешного прохождения компанией пути от первоначальной идеи до крупной компании. Во второй главе данной работы рассматриваются вложения данных инвесторов на примере компании Amazon (см. Рисунок 4). Средства, привлеченные в компанию на посевной стадии, составляющие обычно от 25 до 250 тысяч долларов, как правило, идут на то, чтобы правильно сформулировать идею, нанять нужных специалистов, составить качественный бизнес-план разработки продукта и подготовки к началу продаж. Позднее, на стадии 3 – 4 (Рисунок 1) свои финансовые средства в размере от 500 тысяч до 5 миллионов долларов, в проект финансируют бизнес-ангелы[3]. Этот этап важен для компании, поскольку такого рода вложения стимулируют катализацию развития компании в научном плане и ее выход на прибыль, так как бизнес-ангелы привносят не только деньги, но и колоссальный опыт в сфере работы фирмы. В дальнейшем риск венчурного инвестирования могут взять на себя как венчурные капиталисты (ожидающие приблизительно 35%-ного дохода), так и простые инвесторы (которые в том числе могут вложить в компанию средства с помощью ПИФов), стремящиеся оптимизировать доли вложений в разные инструменты своих портфелей. Средства, привлеченные в компанию на стадии развития, обычно идут на расширение и развитие бизнеса, постепенное увеличение объема продаж, маркетинговое и стратегическое планирование. По мере осуществления данных шагов, компания может приступить к размещению акций на бирже – IPO, что позволяет привлечь новые денежные средства в компанию. Хотя существуют и другие варианты привлечения необходимых средств,

[3] Семенов, А. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций / А. Семенов, А. Каширин. – М. : Вершина, 2008. – 384 с.

например, обращение в венчурные фонды, с помощью которых можно привлекать денежные средства без размещения ценных бумаг на бирже.

Далее возможен процесс поглощения другой компании. Для этой цели необходимо финансирование в размере 3 - 20 миллионов долларов (в зависимости от специфики компании) (acquisition financing), для осуществления которого могут быть использованы высокодоходные облигации (junk bonds) или кредиты банка. Также возможен вариант приобретения бизнеса публичной или частной компании через выкуп ее акций (leveraged buyout financing, сокращенно - LBO). Обычно такую процедуру применяют, когда целевая компания значительно больше покупателя, используя следующий алгоритм:

1. Собственник учреждает дочернюю компанию (SPV), в которой аккумулируются средства

- Банковский кредит с обеспечением, без обеспечения;
- Собственный капитал участников, который несет риск убытков и аккумулирует всю доходность сделки по ее завершении;
- Акции, облигации с большой ставкой доходности (junk bonds).

2. С помощью этих средств дочерняя компания покупает целевую компанию, которая превращается в дочернюю компанию

Наиболее вероятными объектами LBO являются компании с низким кредиторским риском. Недооцененность компании является критерием, увеличивающим привлекательность инвестиций. Положительные факторы:

- Стабильный денежный поток (или прибыль до процента, налогов и амортизации)
- Низкий финансовый рычаг в текущий момент
- Предсказуемый уровень капитальных затрат

3. Консолидация в одно юридическое лицо целевой компании и дочерней компании в компанию специального назначения, созданную для реализации определённого проекта – SPV (от англ. special purpose vehicle)
4. Долги погашаются за счет выхода на IPO компании с помощью конвертации долга инструментов мезонинного финансирования кредитов в акции и собственные средства (если они появились)

В данном процессе участвуют:

- объект / цель LBO – компания, которая отдает свои активы новому юридическому лицу в обмен на денежные средства
- кредиторы — поставщики заёмного капитала, как обеспеченного, так и необеспеченного
- организатор выкупа – участвует в новом юридическом лице собственным капиталом, внося денежные средства
- юридическое лицо – аккумулирует денежные средства от кредиторов и организатора, обменивает на активы объекта

Такой вид деятельности компаний из сектора частных капиталовложений, как LBO, позволяет выкупить компанию-цель с увеличением финансового рычага, что позволяет капитализировать экономию на источниках средств.

Для привлечения инвестиций в молодую развивающуюся компанию целесообразно использовать венчурные фонды, осуществляющие инвестиции в высокорисковые предприятия, занимающиеся разработкой высоких технологий и способные позднее принести значительную прибыль инвесторам. Статистика показывает, что лишь немногие проекты, проинвестированные за счет фондов, оказываются успешными: всего около 20% от общего числа. Но зато лучшие проекты способны принести более чем тридцатипроцентную прибыль. Чтобы как можно больше инвестиций

окупились, в фондах проводится тщательная проверка компаний, претендующих на акцепт инвестиций. Прежде всего, такие компании проходят процедуру Deal-flow (отбор компаний). Информация о компании собирается из различных источников: презентаций, информационных бюллетеней, СМИ, экспертов. Самым главным вопросом, требующим ответа в данной процедуре, является выяснение способности компании на относительно быстрое развитие и, как следствие, способность принести инвесторам доход. Инвесторы стремятся получить доход от инвестиций выше среднего уровня.

Для определения этого нюанса используется показатель IRR (Internal Rate of Return – внутренняя норма доходности) – та ставка дисконта, при которой дисконтированные доходы от проекта равны инвестиционным затратам.

$IRR = r$, при котором $NPV = f(r) = 0$ (1)

$$NPV(IRR) = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+IRR)^t} - \sum_{t=0}^{n} \frac{I_t}{(1+IRR)^t} = 0, \text{ где} \quad (2)$$

CF_t - приток денежных средств в период t;
I_t - сумма инвестиций (затраты) в t-ом периоде;
n - суммарное число периодов (интервалов, шагов) t = 0, 1, 2, ..., n.
NPV - чистая приведённая стоимость

Экономический смысл данного показателя заключается в том, что он показывает ожидаемую норму доходности (рентабельность инвестиций) или максимально допустимый уровень инвестиционных затрат в оцениваемый проект. IRR должен быть выше средневзвешенной цены инвестиционных ресурсов:

$IRR > CC$ (3)

Если это условие выдерживается, инвестор может принять проект, в противном случае он должен быть отклонен.

В США, из 2000 присланных проектов, после их рассмотрения только 2 - 3 компании, в конечном итоге, получают финансирование из-за строгих критериев отбора. Для того чтобы оценить шансы компании, ее руководитель, прежде чем отправлять заявку в венчурный фонд, должен протестировать свой бизнес. Одним из тестов является процедура ответа на вопросы, касающиеся степени развития фирмы по разным параметрам (см. Таблицу 2) и оценка каждого ответа по десятибалльной шкале. При условии набора более 80 баллов, фирма может рассчитывать на привлечение финансовых средств.

Таблица 2

Тестирование фирмы на предмет инвестиционной привлекательности[4]

Вопрос	**Дополнительные детали для тестирования**
Имеет ли компания уникальную (принципиально новую) технологию, продукт или услугу, для которой существует или будет существовать рынок?	Да, и это естественно. Ведь если у компании есть своя технология, не представленная на рынке другими игроками, то эта компания будет иметь конкурентное преимущество.
Сможет ли компания завоевать и удержать значительную долю рынка и успешно конкурировать с уже действующими на нем компаниями - лидерами?	В случае создания рынка для нового продукта с нуля, существует риск того, что вложения венчурных финансистов не окупятся. Аналогична ситуация, когда проект предлагает лишь усовершенствование уже существующих продуктов. Сильные конкуренты достаточно легко проведут подобного рода модернизацию.

[4]«Венчурный бизнес: риск - благородное дело» [Электронный ресурс] : статья портала «Магазин инвестиционных фондов». – 2008. – Режим доступа : fundmanager.bip.ru/anonce/55.htm, свободный.

Продолжение таблицы 2

Легко ли будет выйти с товаром на рынок?	Многие предприниматели увлекаются созданием новых идей и не задумываются о возможности довести продукт до коммерческой стадии, т.е. реализовать его. Венчурные фонды ставят в таких случаях следующие вопросы: потребуются ли затраты на обучение персонала и техническую поддержку, если продукт является уникальным? Придется ли обеспечивать узнаваемость брэнда, создавать новые каналы сбыта и т.п.?
Какой уровень "потребительской поддержки" потребует товар?	При необходимости огромных затрат на обучение неподготовленных клиентов пользоваться новым продуктом, венчурные фонды вряд ли согласятся на ее финансирование. Обслуживание слишком сложного продукта может потребовать больших затрат.
Обладает ли целевой рынок достаточной емкостью?	Если рынок достаточно крупный, это компенсирует затраты на обучение потребителей. Высокий балл при ответе на этот вопрос компенсирует невысокий балл ответа на предыдущий.
Может ли продукт приносить доход на вложенный капитал (ROI) из расчета 40% в год?	Если данный показатель ниже, то места для маневра при совершении ошибки не остается. Устойчивость бизнеса не сможет быть сохранена, в случае отклонения действий от плана. У венчурных фондов снизится вероятность получения ожидаемого дохода на инвестированные средства.
Имеет ли компания команду опытных и профессиональных управляющих?	Необходима приверженность топ-менеджеров компании. Они должны быть заинтересованы в успехе предприятия. Дополнительно к пониманию технических аспектов продукта, руководство должно иметь опыт управления.
Насколько основатели компании сами способствуют успеху дела?	Были ли инвестированы в бизнес личные средства? Были ли у предприятия "ангелы", которые поверили в него на "посевной" стадии? Как правило, венчурные фонды опасаются участвовать в одиночку в рискованном предприятии.
Сможет ли компания достичь годового валового дохода на уровне 25 млн. долл. через 3 года и 50 млн. долл. через 5 лет?	Если такая бизнес-планка не достижима, можно не тратить усилия на поиск венчурного капитала. Как правило, венчурные фонды стремятся увеличить первоначальное вложение не менее чем в 10 раз к моменту "выхода".

Также важной процедурой проверки надежности молодой компании можно назвать Due Diligence, подразумевающую тщательное наблюдение и изучение компании. Это достаточно долгий процесс (около 1,5 лет), который завершается вынесением меморандума при положительном решении о заключении контракта венчурного инвестирования, содержащем выводы и предложения для инвестиционного комитета, за которым остается последнее слово, являющееся, по сути, окончательным решением: инвестировать денежные средства в проект или нет.

Что касается инвесторов, то перед тем, как вкладываться в развитие предприятия, им необходимо познакомиться с предпринимателями, определить их потенциал развития на рынке, внимательно изучить бизнес-план предприятия. Для определения сильных и слабых сторон предприятия может быть применим SWOT анализ[5] (см. Рисунок 3). Аббревиатура SWOT расшифровывается как «сила» (Strength), «слабость» (Weakness), «возможность» (Opportunity) и «угроза» (Threat). SWOT - анализ включает в себя анализ ситуации внутри компании, анализ влияния внешних факторов и ситуацию на рынке. Данные исследования сводятся в одну таблицу, в которой в четырех секторах отражены сильные, слабые стороны, возможности и угрозы. Такую таблицу также называют матрицей SWOT - анализа. По мере анализа расположенных в таблице данных, составляется список возможных действий для нейтрализации слабых сторон компании, в том числе за счет сильных. Кроме того, разрабатываются возможные варианты развития компании при изменении внешних факторов, способы использования сильных сторон для уменьшения рисков и т.д.

[5] Котлер, С. Основы маркетинга. Профессиональное издание / С. Котлер, Г. Армстронг. – М. : Вильямс, 2009. – 1072 с.

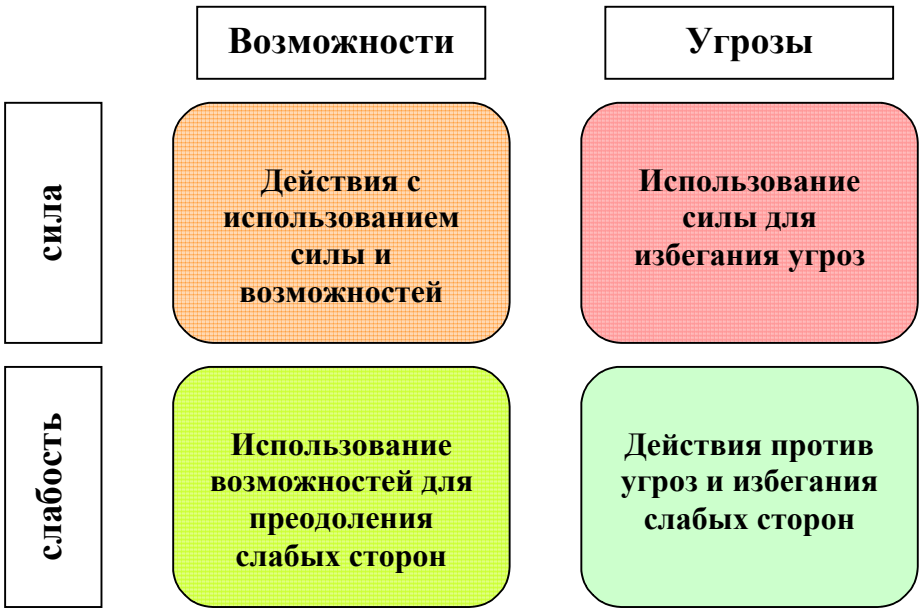

Рисунок 3 – SWOT-анализ

1.2.Особенности процесса инвестирования с участием бизнес-ангелов

На ранней стадии развития (старт-ап) фирма может привлечь инвестиции бизнес-ангелов. Бизнес-ангел — это частный инвестор (физическое или юридическое лицо), который инвестирует свои средства в проекты на этапе создания предприятия в обмен на возврат вложений и долю в капитале (обычно блокирующий пакет, а не контрольный). Это понятие впервые появилось в США и обозначало инвесторов, которые не только вкладывают свои средства в становление и развитие бизнеса молодой фирмы, но и передают свои умения, опыт в области работы фирмы, ноу-хау, интеллектуальный потенциал[6].

Бизнес-ангелы — первые профессиональные инвесторы, вкладывающие средства в инновационные компании, за которыми, как правило, следуют венчурные, а затем прямые инвестиции. Объем инвестиций

6 «Fly High With Angel Investors?» [Электронный ресурс] : article by D. Worrell for «Investopedia». – 2008. – Режим доступа http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/08/angel-investors.asp, свободный.

бизнес-ангелов в компанию может составлять как €10000, так и €1000000. Это может зависеть от стадии развития компании – как правило, от seed до start-up. Порой инвесторы финансируют сразу несколько компаний на разных стадиях развития, что в определенной мере может снизить риск инвестиций.

Бизнес-ангелов отличает от венчурных капиталистов тот факт, что они вкладывают свои средства, против аккумулированных в фондах средств вторых. Тем не менее, существует тенденция к объединению бизнес-ангелов в сети, что делается, скорее, для повышения информативности участников общества.

Бизнес-ангелов можно классифицировать следующим образом:

- Корпоративные «ангелы» — нередко инвесторы подобного типа приходят в венчурный бизнес после высоких постов в отрасли, в которой начинает свою деятельность старт-ап.
- «Ангелы» – энтузиасты, их отличительной положительной чертой является скорее энтузиазм, чем профессионализм
- Предпринимательские «ангелы» отличаются очень хорошими предпринимательскими талантами
- Микроуправляющие «ангелы» больше сосредоточены на своих инвестициях, чем на общем управлении и стратегическом планировании в компании
- Профессиональные «ангелы» вкладывают финансовые средства в бизнес, в котором они являются профессионалами, что помогает им разрабатывать уникальную стратегию по управлению молодой фирмой и осуществлять эффективный менеджмент

Основной целью инвестиций бизнес-ангелов считается рост стоимости проинвестированных ими компаний за счет разработки и продвижения на рынок высокотехнологичных продуктов. Основной целью бизнес-ангела является рост капитализации, в которую были проинвестированы средства и получение прибыли при «выходе», т.е. продажу своей доли в компании по более высокой цене Продажа может быть осуществлена на фондовом рынке,

стратегическому инвестору, самим основателям компании. Если инвестор решится заняться венчурным финансированием и принять возможность высоких рисков таких инвестиций, он может рассчитывать на высокую прибыль - до 70% годовых, в то время как венчурные предприятия, при аналогичном «выходе» из бизнеса получают 30-40%, рискуя меньше. Что касается бизнес-ангелов, то их финансовое состояние должно быть устойчивым, а размер средств достаточным для того, чтобы в случае потери средств не понести большого поражения.

По мере развития бизнеса риск потерь уменьшается. Этого может ожидать бизнес-ангел, финансирующий высокорисковое предприятие с потенциально большой доходностью. Тем не менее, для согласия на инвестиции необходимо преодолеть своего рода психологический барьер. Согласно Теории перспективы Канемана и Тверски[7], обычно разочарование от поражения превосходит по мощности и продолжительности радость от выигрыша (см. Рисунок 4). В то же время, в теории уделяется внимание такой ситуации, когда существуют две инвестиционные стратегии: получить 10 долл. с вероятностью 100% или $100 с вероятностью 10% или получить $90 с вероятностью 100% или $100 с вероятностью 90%. Согласно исследованиям, в первом случае большинство решает взять большой риск, с вероятностью успеха всего 10%, чтобы выиграть. Во втором случае большинство не принимает даже малый риск (вероятность проигрыша всего 10%) ради выигрыша. В другом случае – отдать $10 или потерять $100 с вероятностью 10% или отдать $90 или потерять $100 с вероятностью 90%. Большинство в первом случае согласилось заплатить $10 и отказаться даже от малого риска (вероятность успеха целых 90%) для устранения потерь. Во втором случае большинство оказалось не готово потерять $90 и приняло ради этого большой риск с вероятностью выигрыша всего 10%. Этот простой пример дает основания полагать, что инвесторы делают ошибку, избегая

[7] Kahneman, D. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, / D. Kahneman, A. Tversky. – 1979. – pp. 263-291.

инвестиций в молодые высокорисковые фирмы. Они упускают возможность приобрести долю в фирме по низкой цене зная, каких высоких результатов та может достичь при их поддержке. Бизнес-ангелы – люди особого склада, решаются на подобные инвестиции, именно поэтому достигают колоссальных результатов.

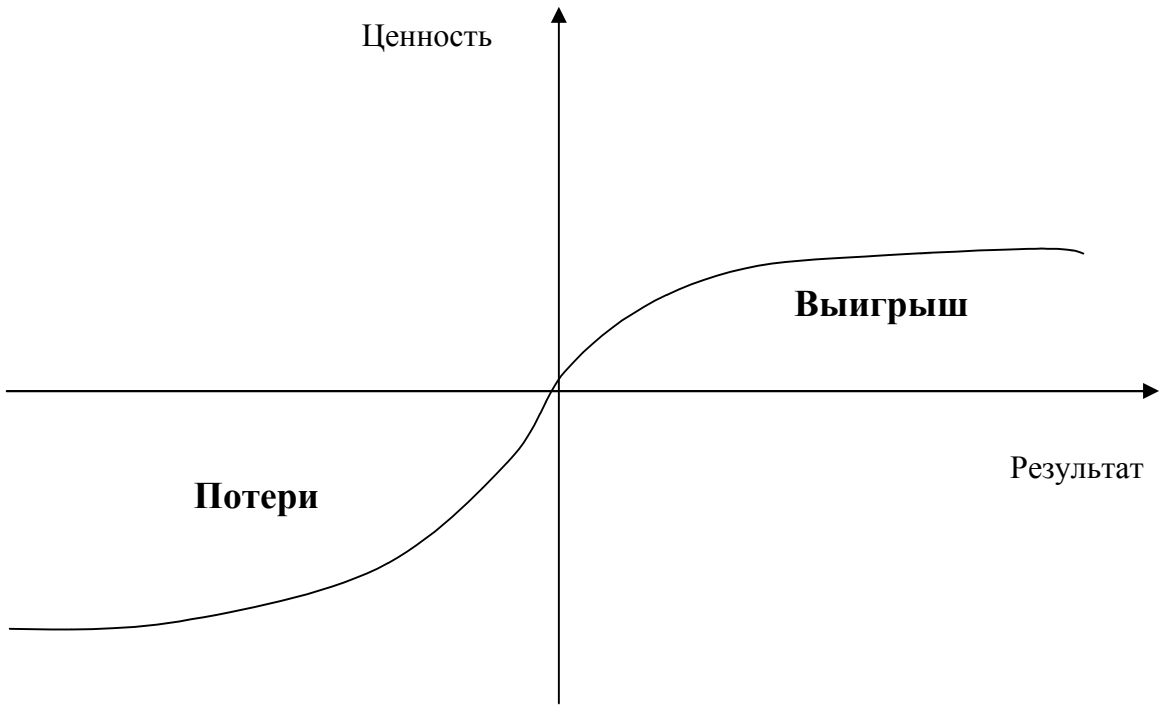

Рисунок 4 – Функция стоимости в Теории Перспективы

Бизнес-ангелы используют инновационный венчурный механизм инвестирования финансовых средств на 3-7 лет, без залогов и гарантий, за долю (пакет акций) в компании. Снижение рисков таких вложений обеспечивается за счет инвестирования одновременно в несколько компаний, тщательной проверки и отбора проектов (так называемая процедура due diligence[8]), участия в управлении бизнесом. Бизнес-ангелы вносят в компании не только деньги, но также опыт, знания, деловые связи. Бизнес-ангелы помогают компаниям развиваться в самый трудный период («Долина

[8] Lawrence, G. M. Due diligence in business transactions / G. M. Lawrence. – Law Journal Press, 1994. – 600 pp. – ISBN 1588520668, 9781588520661.

смерти» (см. Рисунок 1), между первоначальным финансированием и последующими инвестициями, в привлечении которых они играют не последнюю роль.

Трудностями для бизнес-ангелов можно считать недостаточную информированность о потенциальных рисках, особенно, когда компания предоставляет на рынке совершенно новый продукт. Кроме того, взаимосвязь с предпринимателем тоже может таить в себе опасность. Как правило, на начальных стадиях работы компании не все функции строго регламентированы, не всегда четко разработан план действий, не все механизмы работы сотрудников отрегулированы. Соответственно, контролировать процесс работы сотрудников на ранней стадии развития организации трудно. Налаженная совместная работа бизнес-ангела, разработчиков нового продукта и менеджеров является ключевым залогом успеха старт-апа. Учитывая, что первоначальные инвестиции, как правило, не окупаются в течение последующих 5-7 лет, следует приложить немало усилий и терпения для превращения компании в развитую организацию. В течение этого времени необходимо грамотное управление, разработка эффективной стратегии поведения в долгосрочной перспективе, постоянная корректировка планов в краткосрочном периоде, в зависимости от изменения положения дел на рынке, действий конкурентов, влияния спроса, предложения, а также других внутренних и внешних факторов. Необходимо очень хорошо разбираться в юридической стороне вопроса, в защите прав изобретателя. Необходим эффективный маркетинг и финансовый менеджмент. Если эти условия будут соблюдены, фирма получит предпосылки для дальнейшего развития и увеличения прибыли. В глобальном смысле бизнес-ангелы вносят вклад в развитие экономики в целом, поддерживая высокоинтеллектуальные проекты. Существует мнение, что в связи с этим, бизнес-ангелы должны поддерживаться государством[9].

[9] «Государственное стимулирование венчурного инвестирования» [Электронный ресурс] : статья О. В. Коршуна для «Business.rin.ru». – Электрон. дан. – М., 2008. – Режим доступа:

В России бизнес-ангел – довольно новое понятие. Существует значительная прослойка бизнесменов, которые могли бы стать бизнес-ангелами, но не делают это по определенным причинам: недостаток информации, нежелание брать на себя риск, недостаточная осведомленность в научной сфере. Тем не менее, некоторое количество бизнес-ангелов в России имеется. Это люди среднего возраста, имеющие опыт управления бизнесом, в то же время имеющие знания и деловые связи в области наукоемких технологий или в другой отрасли, в которой они намерены развивать свой бизнес, реализуя накопленный потенциал. В случае успешного развития проекта, бизнес-ангелы могут реализовать лицензию на использование продукции, технологию, долю компании стороннему инвестору или всю компанию – ее управляющим.

Бизнес-ангелы могут оказать значительную поддержку в рамках современных рыночных условий.

Для фирм необходимо выполнить ряд условий, чтобы дать возможность бизнес-ангелам обратить на себя внимание. Прежде всего, нужно грамотно составить бизнес-предложение.

Типичная структура бизнес-предложения имеет следующий вид:

- Резюме. Идея и цель бизнеса
- Описание проекта
- Инвестиционное предложение
- Команда
- Продукт, рынок, производство
- Активы (в том числе интеллектуальная собственность)
- Бизнес-модель
- Экономика проекта
- План работ после получения инвестиций
- Контакты

---

http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?action=view&num=341573&razdel=40&w=0&p_n=2, свободный.

- Приложения

Для корректного составления содержания бизнес-предложения, эксперты советуют использовать принцип SMART (см. Таблицу 3).

Таблица 3 – Принцип SMART

Конкретность (Specific)	Пусть цель бизнеса сформулирована как резкий рост продаж с помощью внедрения новой технологии. При этой постановке прирост может составить как 5 %, так и 200 % в год. Для инвестора лучше указать, конкретное значение прироста, например 20 %.
Измеримость (Measurable)	Все целевые показатели должны быть поддающимися измерению величинами — это объем продаж, прибыль, рыночная доля. В бизнес-предложении не следует ограничиваться такими целями, как «создать самый лучший продукт», «стать фирмой номер один на заданном рынке в России». Уместнее указать такую цель, как «занять более 50 % российского рынка», если эту рыночную долю можно реально измерить.
Достижимость (Achievable)	Цель должна быть достижима при использовании имеющихся у предпринимателей ресурсов и инвестиционных средств. Не следует завышать показатели.
Реальная выполнимость (Realistic)	Способ достижения целей должен выглядеть реалистичным и вызывать доверие инвестора.
Привязанность ко времени (Timed)	Нужно указывать четкие сроки достижения той или иной цели. Не следует ограничиваться выражениями «в ближайшее время», «в долгосрочной перспективе».

2. Эффективность процесса венчурного инвестирования для инвесторов и предпринимателей

Для того, чтобы венчурное инвестирование оказалось успешным для инвесторов и венчурных предпринимателей, необходимо выполнение ряда действий для той и другой стороны. Инвесторы, как правило, строят прогнозы о том, какие перспективы развития есть у начинающей компании на рынке, изучая бизнес-план компании, производят оценку компании, определяют, насколько перспективен персонал компании. Характер выбранной компании может зависеть от специфики самого инвестора. Это может быть бизнес-ангел, венчурный капиталист или простой инвестор. Представители компании должны как можно точно составить бизнес-план, чтобы убедить инвесторов в том, что у фирмы есть поле для развития, а инвестиции могут окупиться через определенный срок. Особенность фирмы и этап ее развития определяют размер инвестиций, риск, помощь, которая требуется для дальнейшего развития фирмы.

Для «соединения» изобретателей и инвестора необходима прозрачность информации. Она зависит как от фирмы, так и от внешней среды: гораздо проще заявить о себе, если в стране создана подходящая инфраструктура: венчурные фонды, объединения инвесторов в высокорисковые предприятия.

2.1. Предпосылки принятия решений венчурных инвестиций: оценка венчурных предприятий, маркетинговые исследования

Оценить молодую компанию – непростая задача: не хватает исторических данных, инвестиции имеют высокорисковый и труднопрогнозируемый характер. Для молодых компаний можно использовать метод венчурного капитала, определив предполагаемую стоимость через n-ное количество лет, и переносят ее на настоящий момент с

поправкой на IRR, который особенно высок на ранних стадиях развития (до 80%) и ниже у развитых компаний (см. Таблицу 4).

Таблица 4 – Стадии развития непубличной компании[10]

Название	Описание	Целевая внутренняя норма доходности, IRR (годовая)	Объем необходимых инвестиций
Seed «Посевная стадия»	На первоначальной стадии происходит формирование компании, предлагаются и рассматриваются проекты или бизнес-идеи, создается управленческая команда, ведутся работы НИОКР, создаются опытные образцы, разрабатывается основная бизнес-концепция организации.	> 80%	До 1 млн.
Start-up	Компания сформирована. Наличие опытных образцов. Организуется серийное производство. Продукция представляется на рынке. Первоначальные маркетинговые исследования.	50-70%	1 - 5 млн.
Early stage	Производится выпуск и коммерческая реализация готовой продукции. Данная стадия характеризуется отсутствием устойчивой прибыли. Компания выходит на «точку безубыточности». Растут объемы необходимых оборотных средств.	40-60%	5 – 10 млн.
Expansion	Компания занимает определенные позиции на рынке, получает устойчивую прибыль от основного бизнеса, расширяет производство продукции и сбыт, проводит маркетинговые исследования, увеличивает основные фонды и объем оборотных средств. На этой стадии необходимы крупные инвестиции в дальнейшее развитие.	30-50%	> 10 млн.
Later stage («Мезонин»)	Компания завоевывает прочные позиции на целевых рынках, получает стабильную прибыль. Может	20-35%	Зависит от потребностей компании

[10] Хилл, Б. Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей : пер. с англ. / Б. Хилл, Д. Пауэр. – М. : Эксмо, 2008. – 496 с.

	эмитировать акции (обращение на бирже), выплачивая по ним дивиденды. Темпы ежегодного роста компании невелики.		

Для того чтобы оценить старт-ап, можно использовать модель дисконтированного денежного потока. Сложным моментом в оценке венчурного предприятия может являться недостаток информации. Для ее восполнения можно пользоваться следующими источниками: текущие финансовые отчеты (для определения насколько выгодны уже сделанные инвестиции), история фирмы в виде ее доходов (для понимания, насколько цикличен бизнес фирмы и какие у него были темпы роста), рыночные цены (для измерения рискованности операций), информация подобных фирм или конкурентов (для понимания позиции фирмы и ожидаемых рисков и будущего роста фирмы). Проблема в сопоставлении с другими фирмами может возникнуть, если таких фирм немного. Тогда нужно максимально использовать исторические данные организации. Исторические данные могут оказаться также трудно доступными, так как такая фирма может оказаться новатором в области, ранее подобных бизнесов не существовало. На разных этапах развития подобного рода информация доступна по-разному. Но принципы оценки в зависимости от цикла не отличаются. Параметры оценки венчурной компании в течение жизненного цикла представлены в Таблице 5.

Таблица 5

Параметры оценки венчурной компании в течение жизненного цикла[11]

Выручка/прибыль (долл.)	Начальная фаза или компания в проекте	Быстрая экспансия	Быстрый рост	Зрелый рост	Спад
Выручка / текущие операции	Выручка отсутствует или находится на низком уровне; отрицательный операционный доход	Выручка возрастает; доход все еще низкий или отрицательный	Выручка быстро растет; операционный доход также растет	Рост выручки замедляется; операционный доход все еще растет	Выручка и операционный доход уменьшаются

[11] Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. / А. Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1344 с.

Операционная история	Отсутствует	Очень ограничена	Некоторая операционная история	Операционная история может быть использована при оценке	Значительная операционная история

Продолжение таблицы 5

Сопоставимые фирмы	Отсутствуют	Имеется некоторое их количество, но они находятся на той же стадии роста	Большее количество сопоставимых фирм, находящихся на разных стадиях	Большое число сопоставимых фирм, находящихся на разных стадиях	Число сопоставимых фирм сокращается, из них большинство – зрелые
Источник стоимости	Исключительно будущий рост	В основном будущий рост	Частично существующие активы; рост все еще доминирует	В большей степени существующие активы, чем рост	Исключительно существующие активы

Кроме модели дисконтированного денежного потока венчурные капиталисты применяют метод венчурного капитала. Этот метод применим при первичном размещении акций фирмы путем сравнения ее с оценкой сопоставимых публично торгуемых фирм. Для этого они принимают во внимание мультипликатор «цена/прибыль».

$$\textit{Дисконтированная заключительная стоимость} = \frac{\textit{Расчетная заключительная стоимость}}{(1 + \textit{целевой доход})^n} \qquad (3)$$

Если предположить, что акции размещаются на 3 года и чистая прибыль будет равна $4 млн., то дисконтированная заключительная стоимость будет равна $100 млн. Предположим, что ценовая норма доходности равна 30%, значит, дисконтированная заключительная стоимость будет равна $45,52 млн.

Обычные инвесторы не используют данную формулу, так как не определяют такую большую норму доходности, стремятся построить диверсифицированный портфель и не обладают внутренней информацией фирмы, которой располагают венчурные капиталисты. Если оцениваемая фирма – недавно на рынке, то целесообразно использовать самую свежую

информацию по таким статьям, как выручка, операционный доход и убытки, чистая прибыль и т.д. Так как эти показатели могут сильно меняться в данный период, и данные, имеющиеся на настоящий момент, могут сильно отличаться от тех, которые находятся в отчетности. Также для молодых фирм немаловажно учитывать:

- Прошлые темпы роста
- Темпы роста всего рынка (нишу, которую занимает фирма)
- Барьеры на вход и конкурентное преимущество фирмы

Привлекательность инвестиций также можно оценивать с помощью прогноза роста операционной маржи. Нужно отметить, что молодым фирмам свойственны сбытовые и административные затраты, как общие, при вычислении прибыльности стоит произвести оценку маржи и прибыльности до проведения оценки таких затрат. На начальной стадии и последующие пять лет операционная маржа, скорее всего, будет отрицательной. Если говорить про IT бизнес, то маржа в данном секторе будет сравнительно более высокой, чем, например, в ритейлинговом секторе и постепенно выйдет на положительный уровень. В начале развития фирма много тратит на НИОКР, разрабатываются новые проекты. Связь с клиентами на данном этапе еще не налажена хорошо. В течением времени положение дел должно меняться, фирма будет становится прибыльной. Данные принципы оценки молодой компании можно применить в оценке старт-апа – начинающей Интернет-компании «Инфопорт», которая начала свою работу на рынке в 2008 году, и у которой пока большие затраты и небольшая прибыль. Финансирует компанию бизнес-ангел. IPO пока не планируется, возможно, будет проведено не ранее чем через 5 лет. Расчет финансовых показателей отражен в таблицах 6-10.

Таблица 6 – Расчет финансовых коэффициентов для фирмы «Инфопорт»

Год	Ожид. темпы роста, %	Выручка, $ млн.	Опера-ционная маржа	Операцион. убыток/ прибыль	Накоплен. чистые операцион. убытки	Налого-облагаем. прибыль	Выплачен. налоги	Ставка налога (%)
		0,5	-50,00%	-250	330	0	0	0
1	25	0,625	-30,00%	-187,5	580	0	0	0
2	50	0,9375	-10,00%	-93,75	767,5	0	0	0
3	80	1,6875	-5,00%	-84,375	861,25	0	0	0
4	60	2,7	0,00%	0	945,625	0	0	0
5	40	3,78	5,00%	189	945,625	0	0	0
6	30	4,914	10,00%	491,4	756,625	0	0	0
7	20	5,8968	15,00%	884,52	265,225	0	0	0
8	10	6,48648	17,00%	1102,7016	-619,295	1721,9966	344,39932	20%
9	5	6,810804	20,00%	1362,1608	0	1362,1608	272,43216	20%
10	5	7,1513442	20,00%	1430,26884	0	1430,26884	286,053768	20%
11	5	7,50891141	20,00%	1501,782282	0	1501,782282	300,3564564	20%

Согласно прогнозам, маржа начнет повышаться после пятого года действия организации. Если такой процесс будет происходить медленнее или быстрее, придется корректировать оценку стоимости фирмы. В дальнейшем для развития фирмы потребуется процесс реинвестиции, что в свою очередь повлияет и на изменение операционной прибыли. Ожидаемый рост равен коэффициенту реинвестиций умноженному на доход на капитал. Для использования этой формулы в случае оценки молодой фирмы важно понять каковым будет рост выручки и использовать мультипликатор «объем продаж/капитал», который показывает какой объем дополнительной выручки будет обеспечен каждым дополнительным долларом капитала. Ожидаемые реинвестиции равны частному ожидаемых изменений выручки и мультипликатора «объем продаж/капитал». Таким образом, если выручка компании вырастет до 10 миллионов долларов при мультипликаторе 4, то нужно было бы реинвестировать 2,5 миллионов долларов. Потребность в

реинвестициях может быть измерена с помощью показателя стабильного ожидаемого темпа роста, равному отношению ожидаемого роста к ROC.

Таблица 7 – Расчет ROI для фирмы «Инфопорт»

Год	Ожид. темпы роста, %	Выручка, $ млн.	Реинвес-тиции, % от выручки	Реинвес-тиции, тыс. долл.	Общий капитал, тыс. долл.	EBIT	Доходность капитала (ROC)
		0,5			1500	-250	-16,67%
1	25	0,625	0,15	93,75	1593,75	-187,5	-11,76%
2	50	0,9375	0,15	140,625	1734,375	-93,75	-5,41%
3	80	1,6875	0,10	168,75	1903,125	-84,375	-4,43%
4	60	2,7	0,08	216	2119,125	0	0,00%
5	40	3,78	0,06	226,8	2345,925	189	8,06%
6	30	4,914	0,05	245,7	2591,625	491,4	18,96%
7	20	5,8968	0,05	294,84	2886,465	884,52	30,64%
8	10	6,48648	0,05	324,324	3210,789	1102,7016	34,34%
9	5	6,810804	0,05	340,5402	3551,3292	1362,1608	38,36%
10	5	7,1513442	0,05	357,56721	3908,89641	1430,26884	36,59%
11	5	7,50891141	0,05	375,4455705	4284,341981	1501,782282	35,05%

Из расчетов видно, что реинвестиции растут быстрее, чем EBIT. Доходность капитала сокращается. На начальной стадии должно быть реинвестировано больше средств, чем в тот момент, когда компания уже достаточна развита. Если реинвестировать не сразу, или рост после реинвестирования не возникает немедленно, то нужно учесть временной лаг между ростом и реинвестициями и то, какими будут инвестиции – внешними или внутренними.

Далее можно вычислить параметры WACC (см. Таблицу 8) (средневзвешенную стоимость капитала) и NPV чистую приведенную стоимость, современную стоимость будущих денежных поступлений, дисконтированная по рыночной процентной ставке за вычетом современной оценки стоимости инвестиций.

Таблица 8 – Расчет WACC для фирмы «Инфопорт»

Год	Стои мость собсв. капи-тала	Стои-мость долга до уплаты налогов	Ставка налога	Стоим после уплаты налогов	Размер капитала	Доля долгового финанси-рования	Доля собств. финанси-рования	WACC
1	25%	15%	0	0,15	1500	0,666	0,333	0,1833
2	25%	15%	0	0,15	1593,75	0,666	0,333	0,1833
3	25%	15%	0	0,15	1734,375	0,666	0,333	0,1833
4	25%	15%	0	0,15	1903,125	0,666	0,333	0,1833
5	20%	15%	0	0,15	2119,125	0,666	0,333	0,1833
6	20%	15%	0	0,15	2345,925	0,5	0,5	0,175
7	20%	15%	0	0,15	2591,625	0,5	0,5	0,175
8	20%	15%	20%	0,12	2886,465	0,5	0,5	0,16
9	20%	15%	20%	0,12	3210,789	0,5	0,5	0,16
10	20%	15%	20%	0,12	3551,3292	0,5	0,5	0,16
11	20%	15%	20%	0,12	3908,89641	0,5	0,5	0,16

Таблица 9 – Расчет WACC для фирмы «Инфопорт»

Год	EBIT после налогообложения	Реинвестиции	Чистые денежные потоки	WACC
1	-250	93,75	-343,75	0,183333333
2	-187,5	140,625	-328,125	0,183333333
3	-93,75	168,75	-262,5	0,183333333
4	-84,375	216	-300,375	0,183333333
5	0	226,8	-226,8	0,166666667
6	189	245,7	-56,7	0,175
7	491,4	294,84	196,56	0,175
8	884,52	324,324	560,196	0,16
9	758,30228	340,5402	417,76208	0,16
10	1089,72864	357,56721	732,16143	0,16
11	1144,215072	375,4455705	768,7695015	0,16

Далее можно вычислить NPV путем дисконтирования чистых денежных потоков по годам и суммируя их.

Таблица 10 – Расчет NPV для фирмы «Инфопорт»

Дисконтированный денежный поток	-290,4929577
	-234,3285062
	-158,4192718
	-153,1917546
	-104,9322782
	-21,54546439
	63,56676018
	170,8740408
	109,8517839
	165,9689913
	150,2305524
NPV	-302,4181045
постпрогнозный темп роста	5%
постпрогнозная стоимость	1236,223198
Общая стоимость	**933,8050934**

Таким образом, при осуществлении прогнозируемого сценария, общая стоимость компании составляет 933,8050934, с учетом будущего развития и роста на первоначальных стадиях. Так, несмотря на риск, бизнес-ангел может инвестировать в данный проект для дальнейшей его перепродажи через 7-9 лет после выхода компании на прибыль. Данные инвестиции носят долгосрочный характер и требуют значительных первоначальных вложений, следовательно данный вид инвестиций можно назвать более приемлемым для крупного инвестора, но ранняя стадия развития, неразвитость бизнеса и большие риски – являются факторами, которые могут заставить отказаться венчурного капиталиста от участия в данном проекте. Следовательно, самым оптимальным инвестором в данной ситуации можно считать бизнес-ангела.

Для молодых фирм, не имеющих аналогов на фондовом рынке, целесообразно использовать такие параметры, как изменчивость их доходов,

размер, характеристики денежных потоков и финансовый рычаг для расчета риска. Молодые фирмы имеют более высокий операционный рычаг и должны иметь более высокий бета коэффициент, чем зрелые фирмы. Коэффициент бета должен приближаться к единице при «созревании» фирмы. В первые годы денежные потоки начинающей фирмы будут отрицательными, но положение дел изменится позднее, после увеличения маржи. Для обыкновенных инвесторов, стремящихся диверсифицировать инвестиционный портфель, готовых взять на себя риск инвестиций в акции высокотехнологических предприятий, более приемлемыми могут быть инвестиции в более зрелые компании. Ярким представителем компании, развитой из старт-апа и имеющей перспективу дальнейшего развития, является Amazon (см. Рисунок 5).

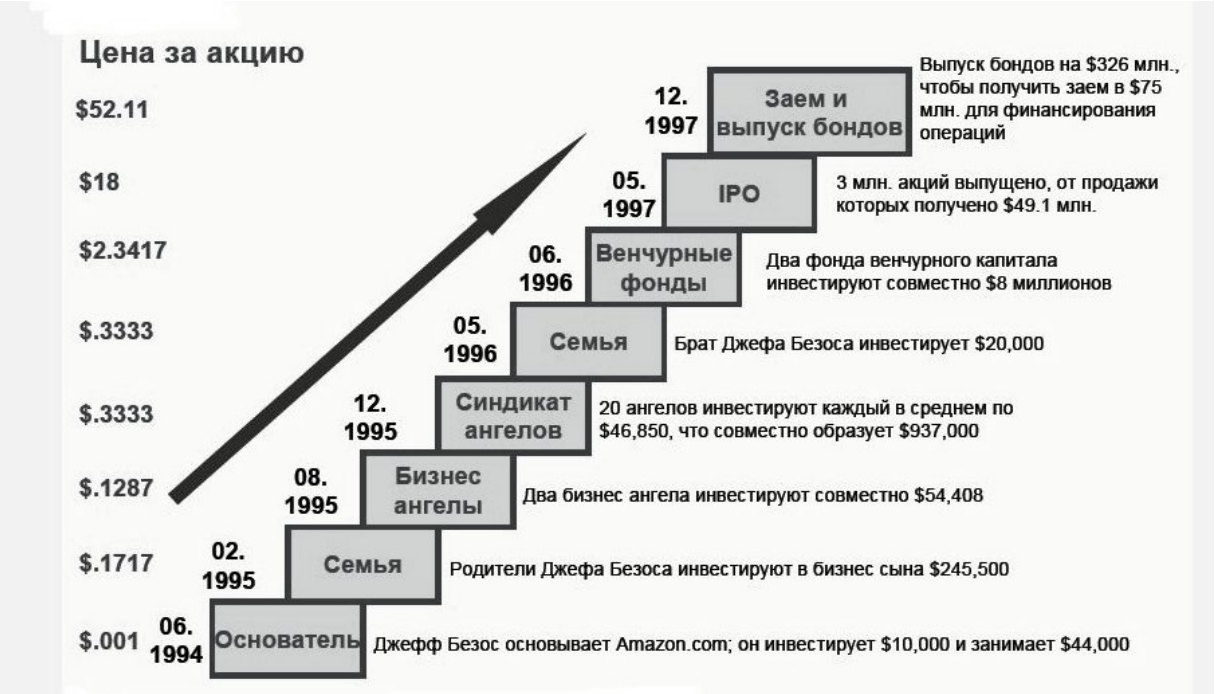

Рисунок 5 – Цепочка венчурного финансирования компании Amazon[12]

В начале своего развития – в 1994 году, компания привлекала инвестиции за счет бизнес-ангелов. Позднее, к 1996 году, компания созрела

[12] Хилл, Б. Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей : пер. с англ. / Б. Хилл, Д. Пауэр. – М. : Эксмо, 2008. – 496 с.

для привлечения инвестиций венчурного фонда. А еще год спустя она вышла на IPO. В данный момент, Amazon – крупная компания, представленная на NASDAQ, наименование акций – AMZN. Историческое изменение стоимости акций можно наблюдать на графике (см. Рисунок 6).

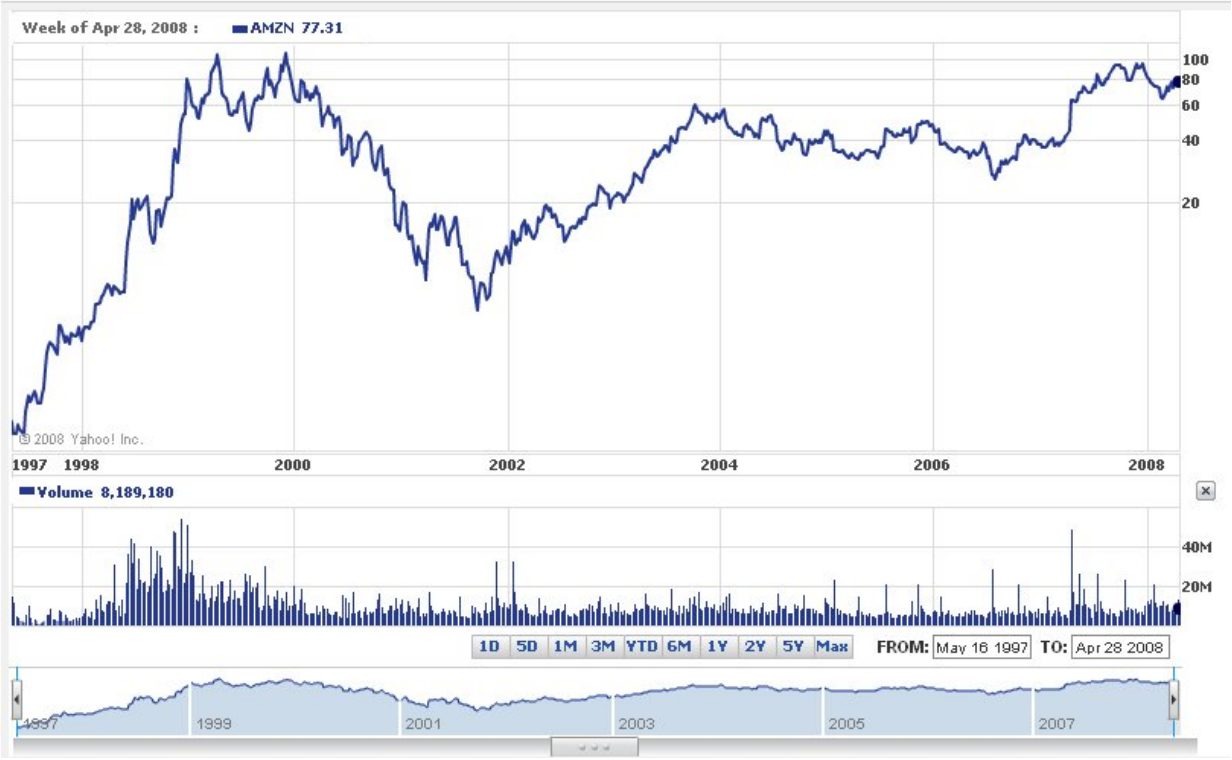

Рисунок 6 – Историческое движение цен акций Amazon.com, Inc.

Кроме того, можно рассчитать средневзвешенную стоимость капитала - WACC (см. Приложение А) на основе данных аналитических прогнозов экспертов[13]. Для расчета WACC может применяться формула[14]:

$$c = \left(\frac{E}{K}\right) \cdot y + \left(\frac{D}{K}\right) \cdot b(1 - X_C)$$, где (4)

WACC %

y - требуемая или ожидаемая доходность от собственного капитала, %

b - требуемая или ожидаемая доходность от заёмных средств, %

[13] «Hudson Square Research estimates» [Электронный ресурс] : Company Reports. – Электрон. дан. – 2008. – Режим доступа: www.capknowledge.com/research_reports/media_theme_research_reports/09_05_08_ eBay_vs_Amazon.pdf , свободный. – Размещ. 9/04/08.

[5] Levy, H. Investments / H. Levy, M. Post. – Prentice Hall, 2005. – 944 pp.

X_C - ставка налога на прибыль для компании, %

D - всего заёмных средств, $ или рубли

E - всего собственного капитала, $ или рубли

K - всего инвестированного капитала

WACC - ставка дисконтирования, отражающая риск компании относительно безрисковой ставки. Чем выше средневзвешенная стоимость привлеченного капитала, тем более рискованная компания. Данный показатель зависит от уровня безрисковой ставки, уровня корреляции с рынком (бета), структуры капитала, стоимости привлечения заемных средств и оценки риск-премии за акции. В целом, WACC довольно высокий – по расчетам для компании Amazon составляет 12,1%, но, по сравнению с отраслью - и не самый высокий, т.к. у него не очень большая бета и приемлемая структура капитала.

Для принятия инвестиционного решения относительно ценных бумаг инновационных компаний, целесообразно использовать коэффициенты, отражающие оцененность или недооцененность компании, рентабельность компании, долговую нагрузку и ликвидность активов компании (см. Таблицу 11).

Таблица 11 – Показатели мультипликаторов компании на 20 мая 2009 г[15].

	Amazon	Ebay	Virgin	Microsoft	СТС Медиа	Комстар	Калина
	AMZN	EBAY	VMED	MSFT	CTCM	CMST	KLNA
Market Cap (intraday)	33.51B	22.67B	2.86B	185.92B	1.51B	2.321B	141M
Trailing P/E (ttm, intraday)	49,93	13,65	N/A*	12,03	381,15	12,9	30
Forward P/E (fye 31-Dec-10)	38,04	11,37	N/A*	11,54	10,77		
PEG Ratio (5 yr expected)	2,22	1,21	N/A*	1,18	0,29		
Price/Sales (ttm)	1,67	2,67	0,42	2,98	2,39	1,4	0,3
Price/Book (mrq)	11,42	1,94	0,91	4,93	2,89	1,49	1,10
Enterprise Value/Revenue	1,55	2,37	1,96	2,68	2,45		
Enterprise Value/EBITDA	27,135	7,182	6,067	6,257	5,183	5,7	6,7
Profit Margin (ttm)	3,41%	20,04%	-24,06%	25,86%	0,67%	10,87%	5,35%
Operating Margin	4,19%	24,02%	2,90%	38,78%	43,32%	29,99%	9,62%
EBITDA margin	5,72%	32,97%	32,24%	42,84%	47,27%	41,85%	8,90%
Return on Assets	8,11%	8,33%	0,72%	21,24%	20,07%	16,67%	9,87%
Return on Equity	30,95%	14,92%	-41,57%	42,47%	0,68%	11,52%	5,74%
Total Debt/Equity	0,03	0,04	0,08	0,05	0,17	0,77	0,93

[15] Расчеты показателей произведены м использованием статистики доступной на http://finance.yahoo.com/

Debt/EBITDA	0,06	0,14	0,11	0,08	0,32	1,75	3,50
Current Ratio	1,4	1,95	0,595	1,709	1,562	0,87	1,07
Beta	1,37	1,7	1,65	1,09	2,73		

Где

Market Cap -	Капитализация
Trailing P/E -	Отношение цены к текущему значению прибыли на акцию
Forward P/E -	Отношение цены к ожидаемому значению прибыли на акцию
PEG Ratio (5 yr expected) -	Ожидаемый годовой рост P/E на 5 лет
Price/Sales -	Отношение цены к выручке
Price/Book -	Отношение рыночной цены к балансовой стоимости капитала
Enterprise Value/Revenue -	Отношение стоимости компании с учетом долга к выручке
Enterprise Value/EBITDA -	Отношение стоимости компании с учетом долга к EBITDA
Profit Margin -	Маржа чистой прибыли (ЧП/выручка)
Operating Margin -	Маржа Операционной прибыли (ОП/выручка)
EBITDA margin -	Маржа EBITDA (EBITDA/выручка)
Return on Assets -	Отношение прибыли к стоимости активов
Return on Equity -	Отношение прибыли к стоимости капитала
Total Debt/Equity -	Отношение долга к капиталу
Debt/EBITDA -	Отношение долга к EBITDA
Current Ratio -	Отношение краткосрочных активов к текущим обязательствам

Так, мультипликаторы P/E, Price/Sales, Price/Book, Enterprise Value/EBITDA показывают, насколько недооценена или переоценена компания, насколько текущая стоимость компании соотносится с ее выручкой. Если показатель сравнительно низкий, значит акции компании недооценены, и можно дать рекомендацию на их покупку. По рассматриваемым акциям, сравнительно низкий показатель P/E у Ebay и Microsoft, 13,65 и 12,03 соответственно. У компании СТС-Медиа этот показатель слишком высок, что может являться влиянием современных факторов, таких как операционный риск. Enterprise Value/EBITDA можно назвать более точным показателем, он отражает денежный поток от основной деятельности. Показатели Profit Margin, Operating Margin, EBITDA margin, Return on Assets, Return on Equity отражают рентабельность компании. Высокий показатель Profit Margin отражает высокую рентабельность. Согласно статистическим данным, показатель Ebay (см. Таблицу 11).

относительно других показателей высок. Operating Margin может показывать рентабельность компании достаточно точно. Также при принятии инвестиционного решения следует уделять внимание показателям долговой нагрузки компании – мультипликатору Total Debt/Equity, Debt/EBITDA. Высокий уровень Total Debt/Equity указывает на высокий риск ценной бумаги, но низкий уровень показателя может свидетельствовать о неэффективном использовании средств. Кроме того, нужно учитывать отрасль при анализе денежного показателя. К примеру, у Интернет-компаний он, как правило, низок по сравнению с компаниями других отраслей.

Current Ratio – показатель ликвидности баланса. Если он больше единицы, то при необходимости срочно погасить обязательства, компания справится с задачей. У рассматриваемых компаний данный показатель находится в пределах нормы. Показатель Beta показывает изменение цены акции относительно изменения цены индекса, показывает рискованность акций. Это долгосрочный индикатор – если рассматривать показатель бета за более короткий период – он может отличаться от показателя Beta за длинный исторический период. По данным рассмотренных компаний, российские компании являются более рискованными, чем зарубежные.

Кроме оценки предприятия можно использовать мнение инвесторов. Можно рассмотреть примеры из практики, в которых бизнесмены генерировали идею, привлекали партнеров и начинали новый бизнес. Это могла быть простая идея, воплощенная в другой стране, но тем не менее, не имеющая пока аналогов в России. Следовательно, ниша на рынке для данного вида товаров или услуг была свободна. К примеру, предприниматели Владимир Туркин и Михаил Морозов предложили идею нового бизнеса в сфере услуг, которая уже существовала в США, но не была представлена на российском рынке[16]. Это идея ячейки по хранению ключа от квартиры или

[16] Русяева, П. Всем по ящику : «Секрет фирмы»нашел два оригинальных бизнеса, специализирующихся на хранении личных вещей / П. Русяева // Секрет фирмы. – М., 2009. – № 5 (286). – С.40-42.

дачи за небольшое вознаграждение – всего 500-1000 рублей в год. Клиентам не придется просить кого-либо о такой услуге, а нужный ключ всегда будет в сохранности, доступный 24 часа в сутки. В процессе исследования, бизнесмены выяснили, что по статистике в столице сдается 250-350 тыс. квартир, а арендаторы, которые не могут оставить ключ родным и близким – являются основными потенциальными клиентами. Таким образом, по приблизительным подсчетам, их фирма под названием «Второй ключ», сможет зарабатывать до 500 млн. руб. в год. Тем не менее, мнение экспертов не было положительным (см. таблицу 12). Основной статьей расходов – 25 тыс. долл. в данном проекте были затраты на разработку системы идентификации клиентов, позволяющую по отпечаткам пальцев распознать владельца квартиры. Согласно бизнес-плану, ожидалось привлечь около 100 клиентов, получив приблизительно 100 тыс. руб. за первый квартал, но в реальности, спрос оказался ниже, главным образом из-за недостатка информации об услуге. Для рекламы услуг, необходимой в этой ситуации, может быть эффективен вирусный маркетинг, контекстная реклама в Google, Yandex, размещение рекламы в социальных сетях – к примеру, – www.livejournal.com. Интересная идея создания нового бизнеса пришла Сергею Воронежскому, владельцу небольшой компании по производству деревообрабатывающего оборудования. Чтобы позволить клиентам экономить время, которые они тратят на личную встречу для передачи какого-либо предмета, бизнесмен решил создать компанию «Аренда времени», которая будет предоставлять клиентам услугу по хранению вещей или документов, для передачи их контрагентам без личной встречи, что действительно помогает сэкономить время обеим сторонам сделки. Предполагаемая цена услуги по хранению – 180 рублей в сутки. Угрозами для компании является конкуренция с камерами харанения. Но сильная сторона их уникального бизнеса в том, что вещь может забрать контрагент клиента, имеющий нужный код. Первые инвестиции в размере 5 млн. руб.

были внесены другом бизнесмена, основная часть которых (40%) уйдет на оплату аренды помещения в центре города и на рекламу. По прогнозам, один офис будет обслуживать 200-300 клиентов в день, что принесет в результате один млн. руб. в месяц. В планах – открытие новых точек обслуживания клиентов.

Таблица 12

Экспертные оценки по инвестициям в старт-апы

Анализируемая фирма	«Второй ключ»
Эксперт	Евгений Ахмадишин
Должность эксперта	Директор по инвестициям скандинавского фонда прямых инвестиций Mint Capital
Экспертная оценка	Концепция проста, с потенциалом генерирования стабильного денежного потока. Преимущество в большой вероятности построения пула постоянных клиентов. Но люди, арендующие квартиры, могут взять запасной ключ у владельцев, а москвичи и вовсе доверить ключи родным. Остается около 50 тыс. потенциальных клиентов, но вряд ли больше 5 тыс. воспользуются услугами фирмы. То есть, весь рынок примерно равен 7,5 млн. руб.— это годовая зарплата топ-менеджера средней компании. Свои личные деньги я бы инвестировать не стал.
Вердикт	Отказать
Эксперт	Сергей Опарин
Должность эксперта	Директор по инвестициям ИК "Финам"
Экспертная оценка	Идея интересна, но денег под нее я бы не выделил. Видна непроработанность позиционирования: при планируемом уровне конфиденциальности компания выбрала целевой аудиторией молодежь, которая, вероятно, не захочет оставлять отпечатки пальцев для выполнения правил фирмы. Можно дать рекомендацию реализовать идею не в чистом виде, а в партнерстве с более крупной структурой.
Вердикт	Отказать
Анализируемая фирма	"Аренда времени"
Эксперт	Евгений Ахмадишин

Должность эксперта	генеральный директор компании "Магазин готового бизнеса Deloshop"

Продолжение таблицы 12

Экспертная оценка	Инвестировать в идею нужно, но при соблюдении следующих условий: свести к минимуму накладные расходы, выстроить неплохую сеть отделений в пределах Садового кольца, где большая плотность офисов, и найти идею вирусного маркетинга. Задумка хороша именно для мегаполиса с его широкой аудиторией: даже если 0,1% потенциальных потребителей воспользуются услугой, она окупится. Обращения могут быть в основном по временному хранению, а не по передаче друг другу
Вердикт	Инвестировать
Эксперт	Наталия Барщевская
Должность эксперта	Первый заместитель генерального директора ФК "Открытие"
Экспертная оценка	Несмотря на попытку компании позиционировать услугу как принципиально новую, ее вряд ли можно назвать революционной. Данный старт-ап скорее стоит отнести к некому развитию идеи банковских ячеек, вынесенной за стены финансовых институтов. Сложно не только правильно определить целевую аудиторию и найти потенциальных клиентов, но и убедить их в надежности компании и вызвать доверие. Проект не представляется перспективным.
Вердикт	Отказать

Если говорить о бизнес-ангелах, то они, как правило заинтересованы не столько в показателях оценки компании или в мнении сторонних аналитиков, сколько в личном чутье, сможет ли данный коллектив воплотить в жизнь задуманные идеи за назначенный срок и оговоренную сумму денег.

При помощи SWOT-анализа можно протестировать преимущества и недостатки как молодой, так и зрелой компании. Для компании «Инфопорт», старт-апа в области IT и программирования, сильными сторонами можно назвать квалификацию кадров, разработку продукции, которой еще нет на рынке. Слабые стороны – это плохая стратегия, менеджмент, плохая организация распространения продукта, низкая информативность. Угрозы –

это риски, связанные с низкими показателями спроса, финансированием, развитием производства в целом. Возможностей для развивающейся компании много: генерирование новых идей, выход на рынок, привлечение инвестиций, распространение информации и борьба с конкурентами. Для зрелой компании сильными сторонами являются гибкость производственной технологии, качество продукции, отличие продукции от аналогов конкурентов. Слабые стороны – неспособность конкурировать на рынке, плохая организация системы продаж, падение стоимости акций и капитализации компании. Угрозы – падение рынка при высоком показателе бета, как было в период dot.com bubble[17], снижение объема продаж и сокращение прибыли. Возможностями для развитой компании являются освоение новых рынков, привлечение новых клиентов, привлечение новых инвестиций для расширения бизнеса.

2.2. Процесс венчурного инвестирования с точки зрения предприятия

Самое важное для предприятия— это найти настоящего профессионала в области привлечения денежных средств и установления полезных контактов. Менеджерской команде нужно выбрать специалиста, чьи деловые качества и благонадежность, связи в отрасли и опыт привлечения инвестиций в компании на высоком уровне. Наличие компетентного координатора, умеющего выгодно представить партнерам положительные стороны бизнеса, необходимо при ознакомлении инвесторов с компанией и важно для достижения поставленной цели.

Что касается финансового менеджмента организации, то поиск и привлечение капитала продолжается постоянно, пока растет и развивается компания. После окончания одного этапа финансирования начинается

[17] «What was the Dot-com Bubble?» [Электронный ресурс] : article by S. E. Smith for Wisegeek. – 2009. – Режим доступа: www.wisegeek.com/what-was-the-dot-com-bubble.htm, свободный.

следующий этап. Поиск финансирования каждого этапа требует определенных затрат времени. Изобретателю или предпринимателю предоставляется не очень большое количество денежных средств на предпосевной стадии для обоснования своей концепции потенциальной доходности бизнеса, который находится в стадии разработки. В целом процесс инвестирования компании можно разбить на три стадии, на которых пропорции финансирования из разных источников неодинаковы (см. Рисунок 7).

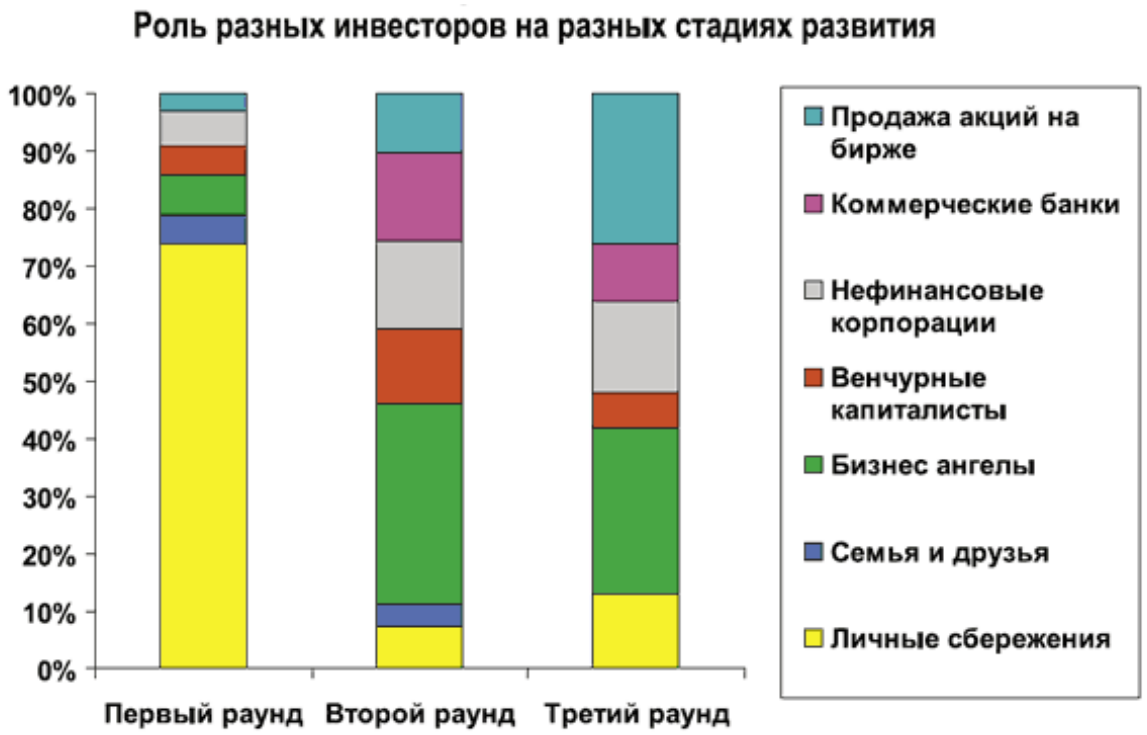

Рисунок 7 – Основные источники финансирования венчурных фирм[18]

Разработка маркетинговой стратегии в венчурном предприятии считается важным процессом. Специалисты, которые смогут построить маркетинговый план и корректировать его по мере развития компании (план на краткосрочный период):

- Специалист по развитию бизнеса

[18] «Венчурное финансирование» [Электронный ресурс] : статья В. Котельникова для сайта «Корпоративный менеджмент». – Электрон. дан. – М. : 2009. – Режим доступа: www.cfin.ru/investor/venture/e-coach.shtml, свободный.

- Специалист, специализирующийся на консультациях по профилю данного бизнеса
- Финансисты
- Юристы
- Специалисты в IT сфере
- Специалисты по связям с клиентами
- Коучи
- Специалисты в сфере производства

На начальной стадии развития компании важно правильно позиционировать компанию. Для этого важно понимать базовые понятия: как быстро будет развиваться компания, какие цели следует наметить в долгосрочном и краткосрочном периодах; кто будет использовать продукцию компании, какова миссия компании. Также немаловажно определить основные маркетинговые цели: стратегию развития производственной линии; привлечь инвесторов, представлять новую продукцию, используя инновационные методы производства и оптимальные методы ее распространения и реализации. Также необходимо думать, как расширять круг клиентов и делать продукцию конкурентоспособной. Для этого необходимо знать потенциальных конкурентов, их сильные и слабые стороны, стараться делать продукт, в котором будут преимущества над их продукцией. Для этого целесообразно понимать нужды клиентов, рыночные тенденции. Прогнозы отраслевых аналитиков и СМИ – источники, на которые можно опираться пи рассмотрении данных вопросов.

Кроме конкуренции, также можно думать и о выгодном партнерстве. Это могут быть как партнеры по отдельным категориям: маркетингу, распространению, технологиям, так и партнеры по бизнесу. Важно уделять внимание распространению продукции, выбирая приемлемые каналы дистрибуции – прямые или через посредников, новым или постоянным покупателям, следить за объемами продаж.

Также целесообразно уделять внимание общим факторам: временным рамкам выполнения заданий, правильно расставлять приоритеты. Существуют примеры в практике начинающих фирм, сотрудникам которых на начальных стадиях развития бизнеса необходимо выполнить ряд задач: выплата налогов и сборов, юридическое оформление фирмы, встреча с клиентами, встреча с бизнес-ангелом. Выполняя первые задания, руководитель не успевает должным образом подготовить проект для представления его инвестору и в результате упускает миллионные инвестиции, успев при этом сделать всю рутинную работу. А при таком развитии событий дальнейшее развитие фирмы может быть затруднительным из-за нехватки денежных средств.

Для начинающей фирмы немаловажно выстроить бизнес-план, несущий информацию об основной идее бизнеса и о стратегическом направлении развития фирмы. Как правило, бизнес-план полезен для фирмы не только в тот момент, когда ей нужно привлечь инвестиции, но и в принципе всегда, поскольку он дает возможность ориентироваться на поставленную цель, осуществляя поэтапные действия в соответствии с выбранным заранее алгоритмом, который постоянно корректируется согласно изменяющимся внутренним и внешним условиям среды, в которой находится фирма. Бизнес-план в некотором роде является визитной карточкой фирмы, которая ищет инвестора. Информация в нем должна излагаться предельно ясно и четко, быть хорошо структурирована для того, чтобы инвестор быстро мог ухватить суть. В венчурных предприятиях инвестор, сотрудничающий с компанией, может помогать в корректировке бизнес-плана. Для начинающих фирм в области высоких технологий целесообразно не загромождать бизнес-план сложными формулами и формулировками. Несмотря на то, что бизнес-ангел должен хорошо разбираться в данной области, он может не понять какой-то информации и предпочтет финансировать другой проект. В связи с этим можно отметить, что важным элементом является эффективная презентация бизнес-плана и

момент верной межличностной коммуникации[19]. Информация в бизнес-плане должна справедливо отражать положение дел, в том числе это касается финансового положения компании; строящиеся прогнозы на будущее должны быть реальными – к примеру, ожидаемая прибыль не должна быть завышена. Инвестора может привлечь честность и открытость предпринимателя.

В качестве примера можно рассмотреть бизнес-план молодой предпринимательницы из Лос-Анжелеса, Катрины Чан, излагающую идею создания бизнеса по производству и продаже кастомизированного шоколада фирмы «Kandy Kreations». Эта идея оправдана, поскольку в регионе, где проживает предприниматель, много парков развлечений, где люди согласны тратить немалые деньги в сфере развлечений и гастрономии. Основными частями ее бизнес-плана являются:

- Описание бизнеса
- Незанятые ниши и потребности рынка
- Break-even[20] и SWOT анализ
- Первоначальные инвестиции
- План развития

В описании бизнеса Катрина дает информацию о том, что в их магазинах, расположенных как в городе, так и в парках аттракционов, будут продавать кастомизированный шоколад. Клиентам будет предложено выбрать до 4 видов начинок из 50 предложенных для создания именного шоколада (на упаковке будет напечатано имя человека, для которого предназначается подарок; шрифт и стиль надписи для обертки шоколада выбирается заказчиком). Ожидаемая цена за единицу товара составляет 7,15 долл., при

[19] Dann, J. Emotional Intelligence / J. Dann. – Hodder & Stoughton, 2009. – 224 pp.

[20] «Break-Even Method of Investment Analysis» [Электронный ресурс] : article by P. H. Gutierrez, N. L. Dalsted1 for Ext.Colostate: 2008. – Режим доступа: www.ext.colostate.edu/pubs/farmmgt/03759.html, свободный. – Размещ. 7/08.

этом себестоимость единицы продукта будет составлять около 2,15 долл., что принесет прибыль компании 5 долл. с каждой единицы проданного товара. Предприниматель приводит исследование схожей, давно представленной на рынке фирмы – компании Baskin Robbins, согласно которому определяет категорию покупателей шоколада, частоту покупок и т.д. Таким образом, можно сформировать примерный план доходов фирмы. Далее в бизнес-плане детально представлена информация по технологическому процессу производства шоколада – поскольку расходы на приобретение оборудования составят большую часть первоначальных инвестиций. Также подробно описаны опции предлагаемого товара для покупателей.

В разделе бизнес-плана по исследованию рынка приведена информация по сегментации рынка среди производителей шоколада, что позволяет определить основные черты потенциальных конкурентов и занять свободную нишу. Таким образом, определяются уникальные черты продукта:

- Премиум класс (продажи в этом сегменте позволяют обеспечить сверхприбыль)
- Do-it-yourself – стратегия, позволяющая клиентам самим создать уникальный товар, наподобие “Build-a-bear”, “Subway”
- Эффект фургона (bandwagon effect)[21], когда людям интересно повторить покупки друзей

Согласно SWOT-анализу, сильными сторонами фирмы является локация, уникальность товара, новый продут. Слабые стороны – небольшой опыт предпринимателя работы в ритейлинге и в сфере обслуживания. Угроза – это возможная низкая лояльность покупателей, препятствия в расширении бизнеса. Возможности – создание сети магазинов или франшизы. Break-even анализ показал, что оптимальное количество продаж – 9700 единиц в месяц, что составляет доход в 48500 долл. В финансовой части бизнес-плана

[21] «What is a Bandwagon Effect?» [Электронный ресурс] : article by S. E. Smith for Wisegeek: 2009. – Режим доступа: www.wisegeek.com/what-is-a-bandwagon-effect.htm, свободный.

предприниматель дает сжатую информацию об ожидаемых доходах и расходах компании (см. Таблицу 13).

Таблица 13 – Планируемый доход и расходы компании Kandy Kreations

Ежемесячные доходы	**Кол-во**	**Цена**	**Итого**
Продажа в рабочие дни	11 000	5 долл.	55 000 долл.
Продажа в выходные дни	12 000	5 долл.	60 000 долл.
Итого			**115 тыс. долл.**
Ежемесячные расходы на производство продукции	**Кол-во**	**Расходы**	**Итого**
Продажа в рабочие дни	11 000	2 долл.	22 000 долл.
Продажа в выходные дни	12 000	2 долл.	24 000 долл.
Итого			46 000 долл.
Совокупный доход			**69 000 долл.**
Оценочные ежемесячные фиксированные расходы			
Аренда			15 000 долл.
Газ, электричество, телефон			5 000 долл.
Зарплата (3 чел / смена) * 2 смены			8 400 долл.
Прочие расходы			700 долл.
Итого: Ежемесячные фиксированные расходы			29 100 долл.
Чистая прибыль (доходы - расходы)			**39 900 долл.**

<u>Оценочные расходы на старт-ап</u>

Ежемесячные фиксированные расходы (1-й мес.)	29 100 долл.
Технологическая обработка (покрытие шоколадным слоем)	15 000 долл.
Оборудование	2 699 долл.
Программное обеспечение	1 500 долл.
Ингредиенты (23 000 * 2)	46 000 долл.

Реклама	1 000 долл.
Оформление магазина	5 000 долл.
Итого	100 299 долл.

Поставленные цели на будущее – это изготовление новых видов товаров, таких как печенье, пирожное; освоение новых локаций для расширения сети (приводятся наименования парков аттракционов и супермаркетов, где такой бизнес мог бы развиваться); заключение партнерства с крупными фирмами, такими как Disney и Mattel.

Таким образом, идея предпринимателя представлена в виде хорошо структурированного бизнес-плана, который содержит финансовую информацию, план развития и стратегию дальнейшего развития фирмы. В момент переговоров с инвестором данная информация, приведенная в презентации, поможет ясно раскрыть суть идеи инвестору и повлиять на его положительное решение инвестировать.

2.3. Венчурные предприятия на финансовых рынках, их особенности и перспективы

История насчитывает немалое количество успешных венчурных проектов. В российской практике также встречаются яркие примеры стремительного развития молодых компаний. Они имеют различный характер: представлены в различных отраслях бизнеса, они получали инвестиции из различных источников (в том числе от иностранных инвесторов), размещали акции на торговых площадках, брали кредиты, развивались с помощью средств фондов. Это может свидетельствовать о постепенном развитии венчурных инвестиций в России. Уже можно судить о том, какая отрасль более успешна для финансовых вложений, а какая более рисковая, делая выбор, в какую компанию инвестировать средства.

В секторе IT в России можно проследить успешное развитие таких брэндов, как «1С», ABBYY, Cognitive Technologies, CBOSS, «Диасофт», «Лаборатория Касперского», «Галактика», в настоящий момент являющихся

успешными предприятиями. Перспективными более узкими отраслями в данной области можно считать сектор видео игр, бухгалтерию. В России разработка IT проекта обходится сравнительно дешевле, чем на западе. Тем не менее, существенные затраты идут на зарплату специалистам и на уплату налогов, в связи с чем в 2006 году был принят федеральный закон «О внесении изменений в ч. II Налогового кодекса РФ в части создания благоприятных условий налогообложения для налогоплательщиков, осуществляющих деятельность в области информационных технологий, а также внесения других изменений, направленных на повышение эффективности налоговой системы»[22]. Кроме того, для развития данной области производится экспансия учреждений IT специалистов в регионы, создаются фонды, такие как РИФИКТ (Российского инвестиционного фонда инфокоммуникационных технологий)[23]. Это весьма важные меры в связи развития как производственного, так и потребительского сектора информационных технологий и роста спроса на высокотехнологические продукты, быстрого развития и изменения технологий. Существует и другая проблема – проблема пиратства, решением которой может быть не только усовершенствование законов о защите интеллектуальных прав, но и перемены в ментальности потребителя.

Особого внимания заслуживает развитие некоторых российских проектов. Многие были разработаны с участием ведущих специалистов и управляющих в данной области (см. Таблицу 14). Например, ABBYY Software House – пример посевного инвестирования, которым занимались Давид Ян и Александр Москалев. Первые инвестиции были внесены отцом

---

[22] «Для предприятий IT-сферы будут установлены льготы по ЕСН» [Электронный ресурс] : статья портала «Малый бизнес Москвы». – М. : МБМ, 2006. – Режим доступа: www.mbm.ru/newsitem.asp?id=41537, свободный. – Размещ. 6/30/06.

[23] «РИФИКТ декларировался» [Электронный ресурс] : статья портала «ComNews», 2007. – Режим доступа: www.comnews.ru/index.cfm?id=27609, свободный. – Размещ. 2/22/07.

Давида Яна и центром научно-технического творчества молодежи[24]. По мере развития бизнеса, появлялись новые идеи разработки продукта, привлекались сторонние фирмы. Для мирового развития компания тратила большие средства на брэндинг, что позволило ей в 2004 году удерживать второе место на рынке. Дивиденды не выплачивались, основными совладельцами оставались основатели компании. Инвестиции такого крупного игрока как Mint Capital ускорило экспансию фирмы на мировом рынке.

Таблица 14 – Примеры развития IT проектов при поддержке Управляющих Компаний

Управляющая компания, венчурные инвесторы	Проекты
Baring Vostok	Yandex, Ozon
Mint Capital	ABBYY, Parallel Graphics
AOL, Sun Capital Partners, Vesta Capital Partners, Mobile Investments	Cybiko

В других сферах также встречается немало интересных проектов венчурного инвестирования на различных рынках. Например, в сфере масс-медиа примером успешного венчурного финансирования является компания «СТС-медиа». Результатом успешного развития компании, с даты основания в 1989 году, можно назвать грамотный менеджмент и ориентацию на определенную аудиторию зрителей – менеджеры приняли верное стратегическое решение позиционировать видеоканал «СТС», как развлекательный. Инвесторами были Delta Private Equity Partners и Baring Vostok Equity Partners, последнему из которых удалось продать свой пакет акций за сумму, в 4 раза превышающую первоначальные инвестиции. В 2006 году фирма вышла на IPO на NASDAQ, к 2005 году EBIDTA компании выросла до 104,1 млн. долл. по сравнению с 70,5 млн. долл. в предыдущем году[25]. После выхода на IPO венчурные фонды продали часть своих акций,

[24] Каширин, А. И. Венчурное инвестирование в России / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Вершина, 2007. – 320 с.

[25] Каширин, А. И. Венчурное инвестирование в России / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Вершина, 2007. – 320 с.

получив ожидаемую прибыль. Еще одним примером «выхода» через IPO является пример сотрудничества концерна «Калина» и управляющей компании Eagle Venture Partners, сумевшим сделать на данном проекте 400% прибыль от первоначальных инвестиций.

Выход через IPO является распространенным способом получения прибыли от инвестиций на стадии зрелости венчурной компании. Кроме того, используются и другие способы получения прибыли от финансовых вложений. Один из самых простых – получение дивидендов. Размер дивидендов определяется на собрании совета директоров и инвесторы, как правило, получают дивиденды в соответствии с размерами внесенных инвестиций. Но существуют моменты, когда дивиденды не выплачиваются в течение продолжительного времени. Таким образом, инвестор должен быть ориентирован на долгосрочный характер вложений. Кроме того, существует метод инвестора из проекта в заранее запланированный срок. После истечения определенного срока инвесторы имеют право распределить между собой прибыль, оставив предприятию достаточную сумму для дальнейшего развития. Еще одним способом является выкуп контрольного пакета акций предприятия у инвесторов в определенную дату. Это происходит после получения инвестиций по заранее установленной цене за акцию. Также могут осуществляться такие процессы, как слияние и поглощение, которые по замыслу должны принести пользу акционерам, но точный доход от которых, так же как и от IPO, трудно предугадать заранее. Помимо прямых инвестиций, инвестор может предоставить компании конвертируемую ссуду, по которой инвестор будет получать фиксированный ссудный процент и которую он впоследствии при желании может обменять на процентную ставку в течение срока, который обычно не превосходит срока действия ссуды. Как правило, самым распространенным способом возвращения прибыли в венчурном инвестировании считается IPO и поглощение, составляющее порядка 25% и 28% соответственно от общего числа

различных способов. Чуть менее популярными способами являются обратный выкуп и вторичная продажа акций компании, и менее популярными является ликвидация (см. Рисунок 8).

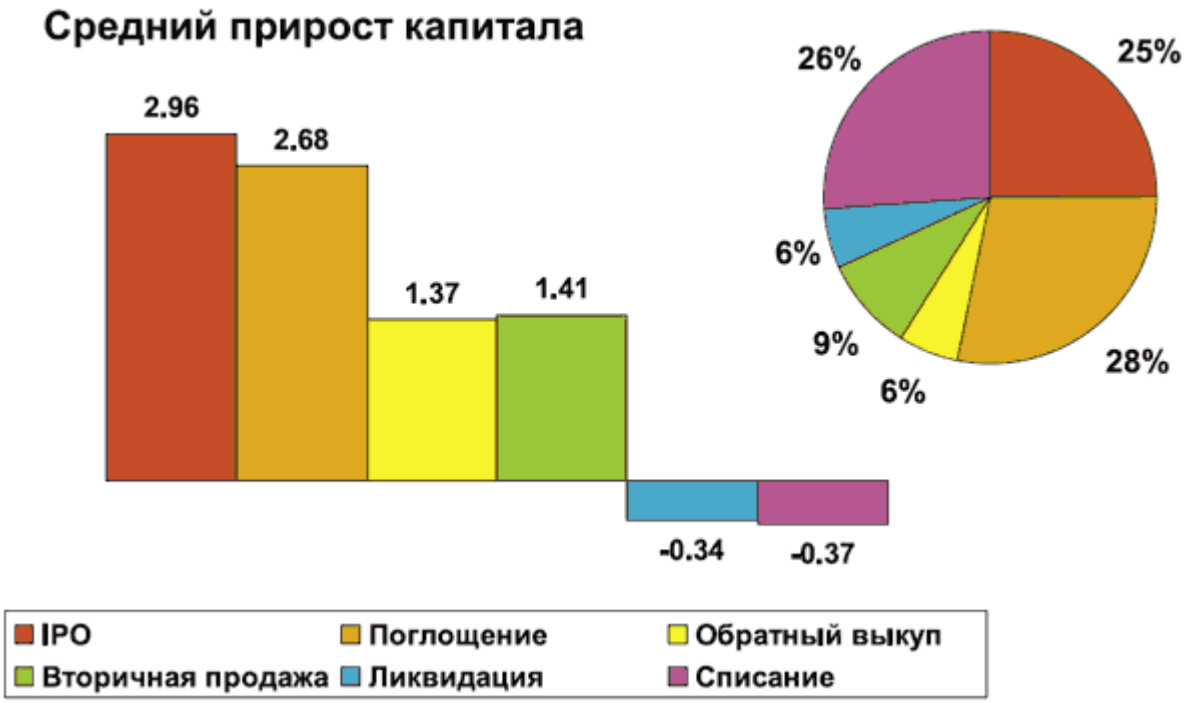

Рисунок 8 – Распределение способов получения прибыли инвесторов[26]

Несмотря на высокий потенциал роста стоимости венчурных компаний, инвестиции в данный вид бизнеса, как упоминалось выше, сопряжены с более высокими рисками, относящимися как к характеру развития молодого предприятия, так и с точки зрения информационного обеспечения, поскольку у небольших компаний зачастую отсутствуют навыки качественного уровня связи с инвесторами. Помимо этого, молодые компании, как правило, менее известны широкой общественности, чем крупные компании той же отрасли. Данные факты могут снизить интерес потенциальных инвесторов. Для преодоления такого рода препятствий для привлечения капитала молодыми компаниями, в мировой практике существуют специальные секторы бирж,

[26] «Венчурное финансирование» [Электронный ресурс] : статья В. Котельникова для сайта «Корпоративный менеджмент». – Электрон. дан. – М. : 2009. – Режим доступа: www.cfin.ru/investor/venture/e-coach.shtml, свободный.

облегчающие доступ таким компаниям к широкому кругу инвесторов, так называемые альтернативные площадки. Одной из наиболее известных площадок такого рода является Alternative Investment Market (AIM), учрежденная Лондонской Фондовой Биржей в 1995 г. К настоящему моменту через AIM было привлечено более 34 млрд. фунтов стерлингов, в размещении на этой площадке принимали участие более 2 500 компаний малой капитализации (в том числе и старт-апов) из различных секторов экономики и разных стран, в том числе, из России. Основным отличием данного сектора рынка является сокращенный ряд требований к потенциальным эмитентам, к примеру, отсутствуют требования к минимальному размеру компании и минимальной доле акций, находящимися в свободном обращении. Важным условием доступа к рынку AIM является обязательное наличие у компании листингового агента (Nominated Adviser - Nomad), который осуществляет due diligence компании до осуществления выпуска, осуществляет подготовку необходимых документов, производит организацию эмиссии, осуществляет информационную и юридическую поддержку выпуска акций на протяжении всего периода их обращения на AIM и т.д. Наличие листингового агента помогает стандартизировать процессы размещения и обращения акций компаний с малой капитализацией на рынке, он является важным посредником между этими компаниями и конечными инвесторами.

В 2007 г. на ФБ ММВБ был организован Сектор инновационных и растущих компаний (ИРК), образованный с использованием опыта удачных мировых проектов подобного рода, таких как AIM, AlterNext (альтернативная площадка биржи EuroNext) и др. Основными критериями отнесения компаний к Сектору ИРК являются показатель капитализации компании (от 100 млн. до 15 млрд. руб.) и осуществление деятельности в отраслях, связанных с применением инновационных и высоких технологий. Приоритет получают компании, «осуществляющие деятельность в отраслях телекоммуникаций; интернет-бизнеса; разработки и инсталляции

программного обеспечения; разработки и производства полупроводниковых устройств; биотехнологий; НИОКР; наукоемкого производства продукции в отрасли машиностроения и транспорта; отраслях, связанных с реализацией национальных проектов»[27]. Также приоритетными являются компании, чьи темпы роста выручки составляют не менее 20% в год. Для компаний Сектора ИРК установлены дополнительные правила раскрытия информации, например, публикация информационного меморандума – своего рода рекламного продукта, описывающего деятельность компании, а также корпоративного календаря, описывающего предполагаемые действия компании в течение года. Так же, как и в случае с AIM, необходимо наличие листингового агента, производящего организацию выпуска акций, финансовое консультирование, обеспечение процесса раскрытия информации и т.д. Для повышения ликвидности компании на вторичном рынке возможно привлечение маркет-мэйкеров. Включение акций компании в Сектор ИРК позволяет привлечь внимание инвесторов к компании через IR- и PR-каналы биржи, путем освещения деятельности компании в прессе, организации road-show, в том числе виртуальных, вплоть до взаимодействия с конечными инвесторами, что является несомненным плюсом для эмитентов. Для инвесторов положительные черты Сектора ИРК также заключаются в повышенной информированности о деятельности компании, а также снижение риска за счет осуществления определенного контроля деятельности компании со стороны биржи и листингового агента путем наличия требований к раскрытию информации и т.д. Важным моментом является наличие у Сектора ИРК «единой позиции» с основным рынком ММВБ, что означает единую торговую систему, клиринг, расчеты и т.д., что значительно повышает возможную ликвидность Сектора. Также стоит отметить необходимость листинга (включений в один из котировальных

[27]«Возможности ФБ ММВБ для компаний малой и средней капитализации. Сектор ИРК» [Электронный ресурс] : презентация для сайта Фондовой биржи ММВБ – М. : ММВБ, 2009. – Режим доступа: http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/igc/profile, свободный.

списков) компаний Сектора ИРК, что расширяет потенциальный круг инвесторов, добавляя некоторые классы институциональных инвесторов, чья инвестиционная декларация законодательно ограничена определенными котировальными списками.

В целом, можно сказать, что Сектор ИРК является не столько техническим доступом к торгам на бирже, сколько пакетом сервисных услуг, целью которых является обеспечение эффективного взаимодействия компаний малой капитализации с инвесторами, одной из которых является непосредственное привлечение денег эмитентом. Присутствие акций компании в Секторе ИРК является индикатором определенного уровня качества, формирует имидж компании и подчеркивает ее привлекательность для инвесторов, ориентированных на инновационные технологии.

В настоящий момент в Сектор ИРК входят паи ЗПИФ ФИНАМ-IT, акции компаний Армада (услуги в сфере ИТ), О2 ТВ (телеканал), НЕКК (химический комплекс). В отдельные дни оборот акций данных компаний исчисляется десятками миллионов рублей. Изменение цен акций относительно стоимости размещения, а также сравнение динамики цен с индексами семейства ММВБ приведены на рисунке 9.

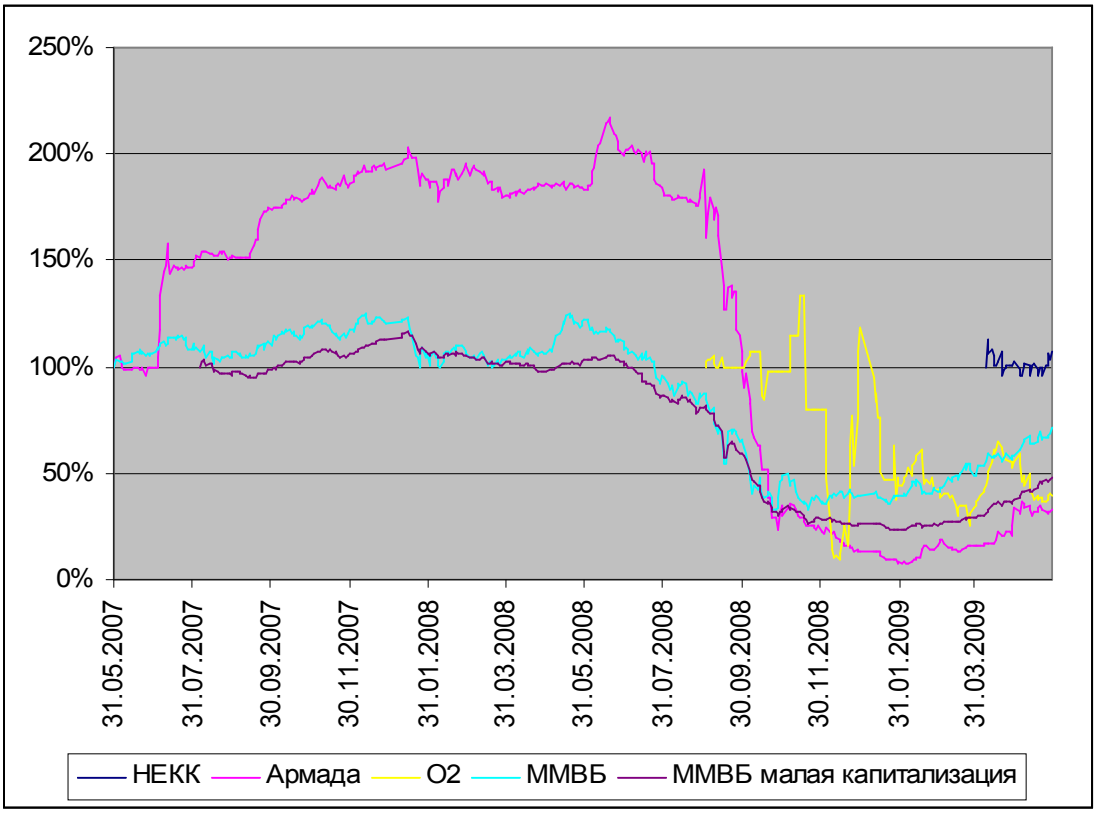

Рисунок 9 – Динамика цен акций высокорисковых компаний.

Таким образом, в России венчурный бизнес имеет предпосылки для развития и совместные активные действия венчурных российских и зарубежных венчурных инвесторов и предпринимателей могут приносить выгоду экономике страны в целом и способствовать техническому прогрессу.

MIRKIN.RU - http://mirkin.ru

3. Возможные способы развития и совершенствования венчурного инвестирования

3.1. Проблемы, возникающие в процессе развития венчурного инвестирования и возможные пути их решения

Поиск венчурного инвестора может стать трудной задачей для предпринимателя, равно как нахождение перспективной молодой компании может являться проблемой для инвестора. Венчурные фонды и ассоциации могут помочь в решении данной проблемы. В настоящий момент можно отметить позитивные сдвиги касательно развития венчурных фондов в России (см. Таблицу 15).

Таблица 15

Действующие венчурные фонды и организации в России и их характеристика

Наименование фонда/организации/ ассоциации	Характеристика
Внутренний инвестиционный фонд (ВИФ)	Полноценный инвестиционный фонд. Спонсируется независимым от него финансовым проектом, имеет невысокие процентные ставки и долевое управление инвестиционными активами другими организациями. Любой из инвестиционных финансовых проектов способен учредить свой ВИФ для расширения своего действующего бизнеса или финансирования нового. Администратор ВИФа решает то, как управлять инвестиционными активами: самому или дать профессионалам возможность частично долевого управления активами - с более высоким риском потерять деньги при отсутствии навыков администрации в участии в подобного рода проектах или полного управления активами – при условии, что уровень риска

	зависит от профессионализма управленца.
Российская Ассоциация Прямого и Венчурного Инвестирования (РАВИ)	Российская организация, основными задачами которой являются формирование в России политического и предпринимательского климата, благоприятного для инвестиционной деятельности, представление интересов членов РАВИ в органах власти и управления, в средствах массовой информации, в финансовых и промышленных кругах внутри страны и за рубежом, информационное обеспечение и создание коммуникативных площадок для участников российского венчурного рынка, формирование слоя квалифицированных специалистов для компаний венчурного бизнеса.
ВТБ-Фонд венчурный	Закрытый паевой инвестиционный фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций[28]. Управляющая компания ЗАО "ВТБ Управление активами". Выдача инвестиционных паев при формировании Фонда осуществляется при условии внесения в Фонд денежных средств в размере не менее 3 000 000 (Трех миллионов) рублей.

Продолжение таблицы 15

Биопроцесс Кэпитал Венчурс	Управляющая компания - "Биопроцесс Кэпитал Партнерс". Фонд сосредоточен на венчурном инвестировании в области биотехнологий. Чистая прибыль на 1 квартал 2009 года составила 5134 тыс. руб., на 1 квартал 2008 года – 9820 тыс. руб.[29]
Максвелл Биотех	Закрытый паевой инвестиционный фонд особо рисковых (венчурных) инвестиций. Общество с ограниченной ответственностью "Максвелл Эссет Менеджмент".
Тамир Фишман Си Ай Джи	Управляющая компания «ЦентрИнвест». Закрытый венчурный фонд. Работает с конца 2008 года.
ФИНАМ	ООО "Управляющая компания "Финам Менеджмент" оказывает услуги по доверительному управлению активами физических и юридических лиц, а также активами институциональных инвесторов. Имеет лицензию на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами[30].
ЕБРР	Европейский банк реконструкции и развития, является крупнейшим инвестором в регионе, вкладывает в развитие частных предприятий, как правило, совместно со своими коммерческими партнерами, свои средства и средства иностранных инвесторов. Его владельцами являются 61 страна и две международные организации[31].

Кроме того, в России действует ряд других венчурных фондов, которые могут превратить уникальные бизнес идеи в успешные предприятия:

[28] «ЗПИФВИ «ВТБ - Фонд Венчурный» [Электронный ресурс]. – Режим доступа http://www.vtb-am.ru/products/funds/private/vfunds/fund_venchur/, свободный.

[29] «Тамир Фишман Си ай Джи венчурный фонд : информация о фонде» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.bcvf.ru/data/docs/2009_-_f.2.-1_kv.pdf, свободный.

[30] «Управляющая компания «Финам Менеджмент» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.finam.ru/about/history003E8/default.asp, свободный.

[31] «Европейский банк реконструкции и развития» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ebrd.com/ru/about/index.htm, свободный

- Национальная сеть бизнес-ангелов "Частный капитал"
- ОАО «Фондовая Биржа Высоких Технологий»
- ru-Net Holdings
- IFC
- Национальное Содружество Бизнес-Ангелов России (СБАР)
- Delta Private Equity Partners
- Фонд содействия развитию МП НТС
- Инвестиционно-банковская группа "Парма"
- ОАО "Научно-Инвестиционная Корпорация Развития Технологий НИКОР"
- Русские Технологии
- Московская Сеть Бизнес - Ангелов
- Инвестиционная группа «e-Trust»
- Российский Технологический фонд
- EVCA Европейская Ассоциация прямого инвестирования и венчурного капитала
- Бэринг Восток Кэпитал Партнерс
- Международный Фонд Технологий и Инвестиций
- Русские Фонды
- ЗАО "Академ-Партнер"
- Управляющая инвестиционная компания "УралСиб"
- NORUM Региональный Венчурный Фонд Северо-Запада и Запада России

- Корпорация ИНТЕЛ (Intel Corporation)
- Московский Венчурный Фонд
- Северо-Западный центр венчурных инвестиций
- ФИНАМ
- ABRT Venture Fund
- Alianzrosno
- Respublikaidei
- Starboardventuresllc
- Russianowfund
- Flintstoneplc
- Techinvest
- Bayviewinnovations

Благодаря постоянному формированию фондов в России и их объединяющих организаций, можно сделать вывод о том, что перспективы у венчурного инвестирования имеются. Это может объяснить и рост капитализации в целом по венчурным фондам (см. Рисунок 10).

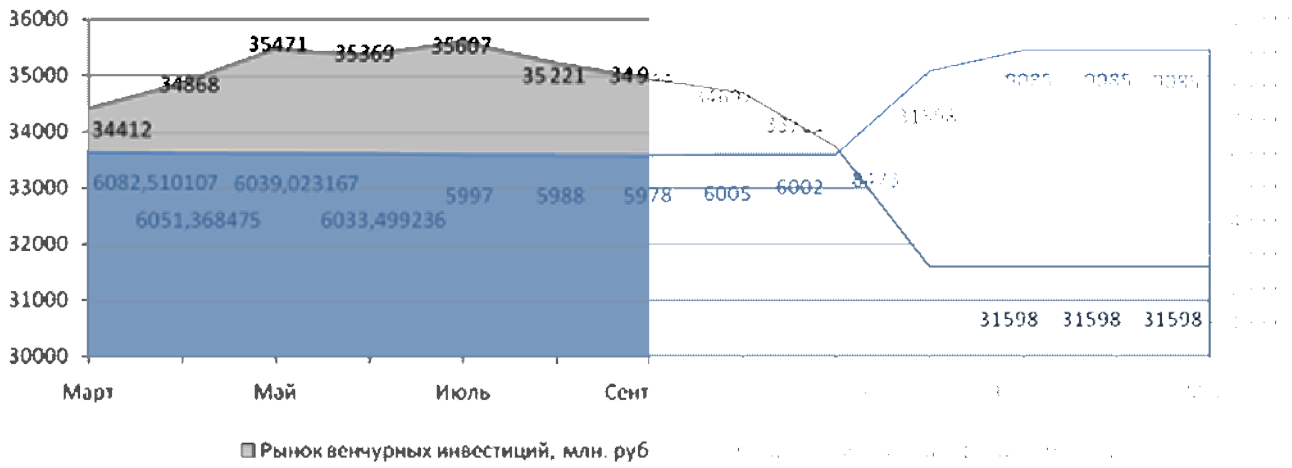

Рисунок 10 – Консолидированный отчет по фондам, созданным при участии ОАО «РВК» на 31.03.2009г.[32]

Кроме того, возможно проследить сегментацию венчурных инвестиций по отраслям (см. Рисунок 11). Привычно полагать, что венчурные инвестиции связаны, прежде всего, с высокотехнологической сферой: IT, программное обеспечение. Однако венчурные инвестиции незаменимы и сравнительно перспективны и в других областях, таких как транспортные, информационные системы, энергетика, и т.д. Относительно перспективными можно также назвать и ритейлерский сектор и масс-медиа.

Рисунок 11– Сегментация инвестиций по отношению к приоритетным направлениям развития науки, технологий и техники РФ[33]

В России венчурные инвестиции не обходятся без внимания со стороны государства, эта тема затрагивается в речах президента. Организуются такие партнерства, как Венчурный инновационный фонд, программа ФЦНТП, РАВИ, частно-государственные венчурные фонды. Есть также предпосылки

[32] «Российская венчурная компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/investments/funds/, свободный

[33] «Российская венчурная компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/investments/funds/, свободный

для развития венчурного финансирования в регионах. Но отсутствие нормального спроса на российские высокотехнологические продукты, в том числе из-за жесткой конкуренции со стороны западных производителей, и пробелы в законодательстве (к примеру, сложности в регулировании патентов и прав собственности) объясняют сравнительно низкий объем венчурных инвестиций в России. Одним из способов преодоления проблемы низкого спроса на российские высокотехнологические продукты можно считать повышение нормативов производительности труда и ужесточение требования по техническому регламенту сырьевого рынка, что даст предпосылки к повышению необходимости внедрения инноваций и, как следствие, позволит создать рынок спроса на них. Также одной из проблем венчурного инвестирования может считаться распределение по регионам (см. Рисунок 12). Считается, что главным образом основные бизнес-партнерства, организации и действия сосредоточены в центральном регионе России. Особенно в высокотехнологическом секторе, что обусловлено наличием большего количества НИИ и других научных организаций именно в столице, что может являться одной из причин такого положения дел. Экспансия в регионы может быть затруднена.

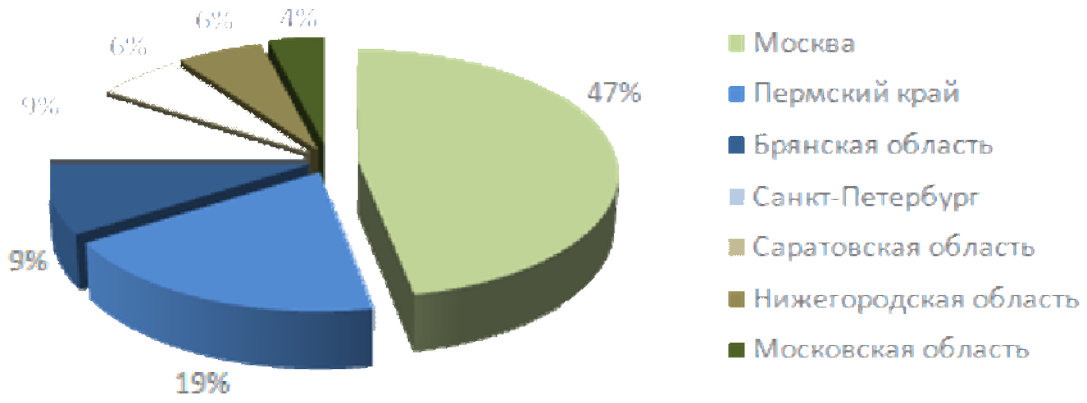

Рисунок 12 – Сегментация инвестиций в России по территориальному признаку[34]

[34] «Российская венчурная компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/investments/funds/, свободный

Венчурное инвестирование в регионах производится под патронажем ЕБРР, сосредоточенном на инвестициях в Восточной Европе и Центральной Азии. Одним из главных критериев инвестиционной политики для ЕБРР можно считать оптимизацию рисков, что с одной стороны можно отметить как положительный факт для инвестора, который скорее выиграет, чем проиграет. Но с другой стороны, существует опасение упустить действительно интересные проекты из-за их потенциально большого риска.

В России большой потенциал для венчурных инвестиций, как и на других развивающихся рынках (Китай, Бразилия). Для западных инвесторов рынки развивающихся стран (emerging markets) могут быть особенно интересны, - несмотря на высокий риск Beta - в связи с перспективами получения больших прибылей от инвестиций, связанных со спецификой стремительного развития рынка. Актуальными темами для обсуждения иностранных инвесторов можно назвать:

- Основные тренды развития private equity и венчурных инвестиций в России
- Стратегии инвестирования в новых экономических реалиях
- Доступность капитала во время кризиса
- Роль государства в развитии инновационных компаний
- Предпосылки развития инновационной экономики[35]

Преимуществом западных инвесторов можно считать их большую осведомленность о процессе венчурного инвестирования как таковом, поскольку их опыт превосходит опыт российских инвесторов, их управляющие компании (Baring Vostok Capital Partners, ABH Holding и т.д.) – сильные игроки на подобном рынке. Соответственно, для развития подобных венчурных капиталистов в России существует достаточно большое поле для развития. Можно воспользоваться существующими методами венчурного инвестирования западных коллег, применяя их опыт в соответствии с реалиями России. Тем не менее, в данный момент и размещение акций

[35] «Российская венчурная ярмарка» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.rvf.ru, свободный

проводится в основном на зарубежных площадках (NASDAQ), и процесс инвестирования проходит по выработанным ранее западным алгоритмам в партнерстве с западными управляющими компаниями. Но в России постепенно растет прослойка богатых людей, у которых есть большой опыт управления, и в то же время выпускники ведущих технических вузов России конкурентоспособны. Значит, необходимо развивать систему простого доступа информации для изобретателей и менеджеров. Система может содержать подробную информацию для молодых изобретателей о представлении своей идеи в виде бизнес-плана и презентации. А инвесторы, в свою очередь, могли бы давать информацию о себе. Таким образом, процедура Deal flow может быть упрощена.

Существуют наглядные примеры интересных проектов венчурного инвестирования, в которых принимали участие русские разработчики нового продукта, русский управляющий и западные управляющие компании. Это проект Cisco, который, хоть и не получил достойного завершения из-за неудачной маркетинговой стратегии, но продемонстрировал пример стремительного развития, благодаря успешному международному партнерству, с участием таких зарубежных партнеров как AOL, Sun Capital Partners, Vesta Capital Partners, Mobile Investments. Можно отметить тот факт, что в венчурном инвестировании в России часто принимает участие иностранная управляющая компания. Постепенно развиваются и русские компании, но также неплохие перспективы для развития могут иметь и бизнес-ангелы. В 2008 году количество миллионеров в России выросло до 136 тысяч человек, что было на 14,4% больше показателей 2007 года[36].

[36] «В России количество миллионеров выросло до 136 тыс. человек» [Электронный ресурс] : статья И. Зиненко для портала «Деловая сеть rb.ru», 2008. – Режим доступа: http://www.rb.ru/topstory/economics/2008/ 06/25/102812.html, свободный. – Размещ. 6/25/08.

3.2 Возможные способы развития и совершенствования венчурного финансирования

Несмотря на вероятное снижение интереса к высокорисковым инвестициям во время кризиса в 2008 году, привлечь бизнес-ангела, опытного управленца для спонсирования старт-апа вполне реально. Для этого нужна информационная база, позволяющая потенциальному бизнес-ангелу идентифицировать изобретателя, готового превратить свою идею в бизнес. Для разработки такой системы можно использовать различные способы. К примеру, можно взять за основу идею поиска контрагентов совсем из другой области: из сферы музыки. Существуют Интернет-ресурсы, позволяющие музыкальной группе найти необходимого музыканта. Для этого ей необходимо составить краткое резюме и описать требования к соискателю. В свою очередь, музыканты-одиночки также могут размесить информацию о себе, указав стиль музыки, в котором они играют, опыт работы в индустрии и т.д. Такое сравнение обосновано также тем, что, как и в музыкальном коллективе, в работе старт-апа важны не только профессиональные качества участников проекта, но также и их способность эффективно взаимодействовать, коммуницировать в данном коллективе[37]. Для инвесторов и предпринимателей может быть представлена возможность заполнить анкеты, указав информацию о себе. Для разработчиков нового продукта может быть полезно оставить сжатую информацию о бизнес-плане, позволяющую оперативно ознакомиться с их деятельностью и оценить возможности дальнейшего развития. Кроме того, такая информация может разделить изобретателей-предпринимателей по категориям – видам деятельности, этапам развития, размеру требуемых первоначальных финансовых вложений, географическому признаку. Молодые компании также могут подразделяться по рейтингу согласно их степени риска, например, от AAA – менее рисковые, CCC – наиболее рисковые. В

[37] Hofstede, G. Cultures and Organizations: Software of the Mind - Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival / G. Hofstede. – US. : McGraw-Hill Inc., 1996. – 279 pp.

настоящий момент существует потребность в таком ресурсе для потенциальных бизнес-ангелов, которые могут пропустить интересную идею. Хотя существуют ресурсы, генерирующие отдельные идеи, которые могут помочь в построении нового бизнеса[38], они не дают предпосылок для объединения изобретателей и инвесторов в одну команду. Отдельные изобретатели также находятся в поиске инвесторов, но тратят много времени и сил на то, чтобы понять, как составить бизнес-план и как найти инвестора[39]. Кроме того, доступ к такому ресурсу может быть полезен и для других участников, например – для консультантов, готовых помочь грамотно оформить бизнес-план для предпринимателей, провести анализ и оценку для инвесторов. Этот ресурс может использоваться работниками НИИ, аспирантами и студентами, имеющими перспективы развития в творческой, научной деятельности, в области высоких технологий или в других сферах. На данный момент в России проводится немало научных исследований в институтах, но работа ведется весьма разрозненно. Данная система могла бы консолидировать информацию о молодых и об опытных изобретателях, помогая привлечь инвестиции на нулевой стадии развития (с идеи), а предприимчивым и богатым бизнесменам проявить себя в организации построения нового бизнеса – не простого проекта, в котором они могли бы удовлетворить свои управленческие амбиции и использовать накопленные навыки менеджера, получив в дальнейшем прибыль при успешном развитии компании. Такой способ мог бы помочь сэкономить время и деньги на поиск необходимой информации, которая ошибочно бывает недооценена (см. Рисунок 13).

[38] «1000ideas.ru», [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.1000ideas.ru/, свободный.
[39] «Блог» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://marketvelocity.blogspot.com, свободный.

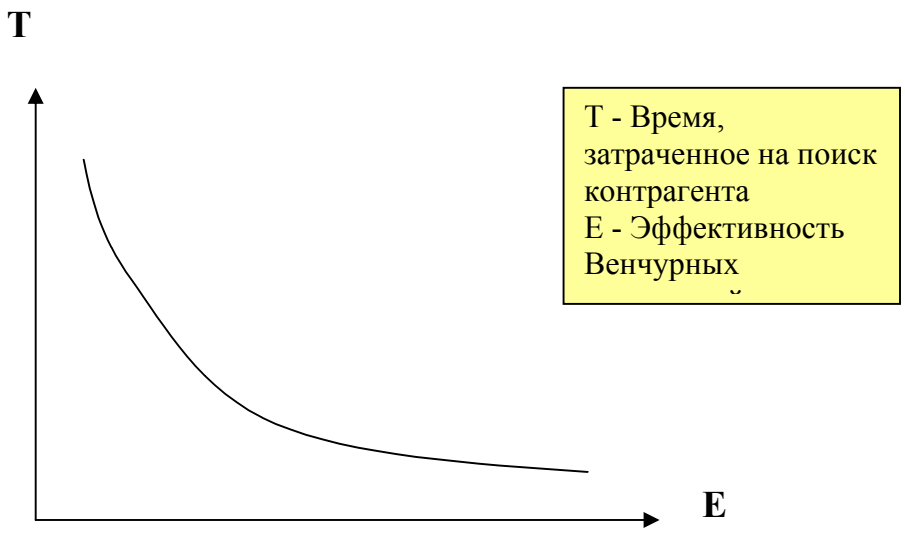

Рисунок 13 – Повышение эффективности венчурных инвестиций за счет повышения прозрачности информации

После того, как инвестор и предприниматель создали совместное предприятие, менеджер может оказать помощь изобретателю с защитой авторских прав. Эта проблема весьма актуальна и заслуживает отдельного внимания.

Также весьма актуальным вопросом можно назвать развитие законодательной базы, в рамках которой будут регламентироваться права и обязанности участников венчурного финансирования и защищаться интересы инвесторов и предпринимателей. Весьма логично развитие законодательной базы параллельно с развитием рынка венчурных инвестиций.

MIRKIN.RU - http://mirkin.ru

Заключение

В век постоянно развивающихся технологий, всеобщей информатизации в различных областях деятельности человека, происходит постоянная модернизация процесса изобретения новых товаров и их распространения среди потребителей. Благодаря быстрому развитию и появлению новых функций на финансовых рынках, в XX и XXI вв. широко

распространяются способы привлечения средств на реализацию сложных технологических проектов на макро - и микроуровне. В данной работе рассмотрена актуальная проблема венчурного инвестирования, как процесса, необходимого как для технического, так и экономического развития страны. В России, как и в других странах развивающейся экономики, данный вопрос достоин особого внимания. Нетрудно заметить, что потоки иностранных инвестиций способны оказать позитивное влияние на развитие экономики страны. Зарубежные управляющие компании давно успешно сотрудничают с русскими инновационными компаниями, что наводит на мысль о возможности развития аналогичных партнерств с российскими участниками. В осуществлении данного процесса важна информационная прозрачность венчурных компаний. В связи с этим, в работе отражена идея создания ресурса, содержащего информацию о потенциальных инвесторах и реципиентах инвестиций. Такой ресурс может быть особенно интересным для бизнес-ангелов и начинающих предпринимателей, возможно, выпускников технических вузов и молодых IT-специалистах. При совместной работе молодой ученый сможет разрабатывать научные проекты, в то время как работать над стратегией развития фирмы, принимать управленческие решения и заниматься маркетингом будут опытные специалисты. Тогда появление таких успешных проектов как Ebay, Google, Amazon, Fecebook может стать более частым явлением в России. Разработка высокоинтеллектуальных продуктов – достаточно перспективное направление и может разрабатываться также эффективно, как в настоящий момент развивается сырьевая отрасль.

В данной работе венчурное инвестирование рассматривается как со стороны инвестора, так и со стороны венчурного предприятия для поиска таких условий, которые были бы приемлемы и выгодны для обеих сторон. Рассматривается как опыт венчурного инвестирования за рубежом, так и специфика венчурного инвестирования в России. Это позволяет лучше разобраться в том, как эта сфера функционировала раньше и как может

развиваться в дальнейшем; а также, какие действия следует предпринять разным участникам процесса венчурного инвестирования для развития бизнеса и эффективной работы венчурного предприятия.

В работе уделяется внимание разным видам инвесторов – венчурным капиталистам, бизнес-ангелам и обыкновенным инвесторам, как участникам, ожидающим разный доход от инвестиций и способным внести уникальный вклад в развитие компании на разных этапах ее становления. С развитием экономики в России появляется все больше опытных управленцев, хорошо обеспеченных материально, которые могут стать бизнес-ангелами. Бизнес-ангел в отличие от венчурного капиталиста, помимо материальных вложений, вкладывает немало личного времени, умений, знаний в определенной отрасли, таким образом, внося огромный материальный и интеллектуальный вклад в развитие бизнеса. С одной стороны, такой человек снижает операционные риски, ответственно следит за развитием бизнеса, может своевременно проконтролировать ситуацию и изменить ход событий при необходимости. Но вместе с тем, он рискует собственными деньгами и, возможно, своей репутацией. В данной работе автор изучает данный вопрос, применяя исследования Канемана и Тверски[40] в области психологии инвестора, его готовности взять на себя риск ради достижения намеченного результата.

Венчурное инвестирование считается высокорискованным предприятием. И далеко не каждый инвестор согласится вложить свои деньги в молодую фирму (несмотря на ожидаемый высокий показатель ROI) вместо банковского вклада или другого менее рискового способа вложения персональных средств. Для оценки молодых компаний предлагается осуществление оценки компании методом дисконтирования денежных потоков. Это позволяет построить прогноз о возможных сроках до выхода компании на прибыль и о возможном будущем доходе инвестора. Показатели

[40] Kahneman, D. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, / D. Kahneman, A. Tversky. – 1979. – pp. 263-291.

рентабельности, долговой нагрузке и справедливости оценки компании могут быть использованы для зрелых компаний, представленных на финансовых рынках. Такие расчеты могут позволить инвесторам спрогнозировать риск вложений в венчурное предприятие и принять решение об инвестициях. Кроме того, предлагается использовать маркетинговые исследования и мнение экспертов. Бизнес-план отмечен как важный элемент для венчурных предпринимателей, позволяющий раскрыть информацию о фирме и повлиять на решение бизнес-ангела.

В работе представлены примеры успешного венчурного инвестирования в России и за рубежом, позитивные черты которых могут применяться на практике и в будущем. В связи с успешным развитием сектора ИРК, можно сделать вывод, что у нынешних венчурных компаний, представляющих различные сектора экономики, есть перспективы для дальнейшего развития. Данный процесс может дать толчок к дальнейшему развитию данного сектора финансового рынка. Также позитивным моментом в развитии венчурного инвестирования является создание венчурных фондов, содружества бизнес-ангелов и прочих организаций, позволяющих объединить инвесторов. Это дает им возможность обмениваться опытом, находить новые проекты для финансовых вложений.

Для дальнейшего исследования в данной области важным направлением является создание новых информационных ресурсов, позволяющих участникам венчурного инвестирования найти контрагентов и собрать о них необходимую информацию. Другим, не менее важным, аспектом является развитие законов, позволяющих защитить права как инвесторов так и научных сотрудников, создающих инновационные продукты.

MIRKIN.RU - http://mirkin.ru

Список использованной литературы

1. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг : федер. закон : [от 5 марта 1999 г. №46-ФЗ : в ред. от от 19.12.2006 г.] [Электронный ресурс]. – http://www.bishelp.ru/gde_dengi/vench/zakon/fz46_o_zashite_prav_investorov.php – Информационно-аналитическое агентство «Bishelp» (Помощь бизнесу)

2. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений : федер. закон : [от 25 февраля 1999 г. №39-ФЗ : в посл. ред. от от 18.12.2006] [Электронный ресурс]. – http://www.bishelp.ru/gde_dengi/vench/zakon/fz39_ob_inv_deyatelnosti.php – Информационно-аналитическое агентство «Bishelp» (Помощь бизнесу)
3. Об иностранных инвестициях в Российской Федерации : федер. закон : [от 9 июля 1999 г. №160-ФЗ : в посл. ред. от от 03.06.2006] [Электронный ресурс]. – http://www.bishelp.ru/gde_dengi/vench/zakon/fz160_ob_inosrtan_inv.php – Информационно-аналитическое агентство «Bishelp» (Помощь бизнесу)
4. Гусева, И. А. Рынок ценных бумаг. Практические задания по курсу : учеб. пособие для вузов / И. А. Гусева. – М. : Издательство «Экзамен», 2005. – 464 с. – ISBN 5-94692-723-X.
5. Рубцов, Б. Б. Современные фондовые рынки. Учебное пособие / Б. Б. Рубцов. – М. : Издательство «Альпина Бизнес Букс», 2007. – 926 сс. ISBN 978-5-9614-0684-9.
6. Аллен, К. Р. Продвижение новых технологий на рынок : пер. с англ. / К. Р. Аллен. – М. : Бином, 2007. – 455 с.
7. Аньшин, В. М. Менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе : учебное пособие // В. М. Аньшин, С. А. Филин. – М. : Анкил, 2003. – 360 с. – ISBN 5-86476-199-0.
8. Балдин, К. В. Инвестиции в инновации / К. В. Балдин, И. И. Передеряев, Р. С. Голов. – М. : Дашков и Ко, 2008. – 240 с.
9. Брэнсон, Р. Теряя невинность : пер. с англ. / Р. Брэнсон. – М. : BestBusinessBooks, 2007. – 423 с.
10. Вертакова, Ю. В. Управление инновациями. Теория и практика / Ю. В. Вертакова, Е. С. Симоненко. – М. Эксмо, 2008. 432 с.

11. Глэдстоун, Д. Инвестирование венчурного капитала : пер. с англ. / Д. Глэдстоун, Л. Глэдстоун. – М. : Баланс Бизнес Букс, 2006. – 409 с. – ISBN: 966-8644-78-6.
12. Гулькин, П. Г. Введение в венчурный бизнес в России / П. Г. Гулькин. – М. : РАВИ, 1999. – 240 с. – ISBN: 5-902395-01-1.
13. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. / А. Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2008. – 1344 с.
14. Друкер, П. Ф. Бизнес и инновации : пер. с англ. / П. Ф. Друкер. – М. : Вильямс, 2007. – 432 с.
15. Каржаув, А. Т. Национальная система венчурного инвестирования / А. Т. Каржаув. – А. Н. Фоломьев. – М. : Экономика, 2005. – 240 с. – ISBN 5-282-02468-3.
16. Каширин, А. И. Венчурное инвестирование в России / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Вершина, 2007. – 320 с. – ISBN 978-5-9626-0310-0.
17. Котлер, С. Основы маркетинга. Профессиональное издание / С. Котлер, Г. Армстронг. – М. : Вильямс, 2009. – 1072 с.
18. Литке, Х.-Д., Кунов И. Управление проектами : пер. с нем. / Х-Д Литке, И. Кунов. – М. : Омега-Л, 2006. – 144 с. – SBN: 5-365-00609-7.
19. Роддик, А. Бизнес не как обычно : путешествие предпринимателя за прибылью с принципами : пер. с англ. / А. Роддик. – М. : BestBusinessBooks, 2006. – 264 с. – ISBN 5-911-71001-3.
20. Семенов, А. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций / А. Семенов, А. Каширин. – М. : Вершина, 2008. – 384 с. – ISBN 978-5-9626-0354-4.
21. Хилл, Б. Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей : пер. с англ. / Б. Хилл, Д. Пауэр. – М. : Эксмо, 2008. – 496 с.

22. Чесбро, Г. Открытые инновации. Создание прибыльных технологий : пер. с англ. / Г. Чесбро. – М. : Поколение, 2007. – 336 с.
23. Анищук, Н. Кто даст денег бедному программисту / Н. Анищук // Финанс. – М., 2008. № 14 (269). – С.32.
24. Бочарский, К. Отсрочка платежа / К. Бочарский // Секрет Фирмы. – М., 2008. – № 9 (241).
25. Бочарский, К. Ранние старты / К. Бочарский // Секрет Фирмы. – М., 2008. – № 11 (243).
26. Громковский, В. Skylink: от венчурного к корпоративному финансированию / В. Громковский, А. Прудников // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. №14 – С. 22-25.
27. Залезник, А. Менеджеры и лидеры – синонимы или антонимы? : Основное отличие между менеджерами и лидерами – в их глубинных представлениях о хаосе и порядке. / А. Залезник // Harvard Business Review. – М., 2008. – № 1-2 (35). – С.109-117.
28. Клепиков, А. Кредитование инвестиционных проектов: формула успеха / А. Клепиков // Рынок ценных бумаг. – М., 2004. – №24. – С.66-67.
29. Левашов, А. Венчурный антивирус / А. Левашов // Финанс. – М., 2009. № 7–8 (290–291). – С.12.
30. Логвинова, Н. Бутик для состоятельного инвестора : Представление о том, что ПИФы – это фонды для мелких инвесторов, безнадежно устарело. / Н. Логвинова // BusinessWeek Россия. – М., 2007. – № 45. – С.58-60.
31. Логвинова, Н. Где искать дно узникам замка ПИФ : Представители управляющих компаний настойчиво уверяют: обвал фондового рынка хороший момент для того, чтобы стать частным инвестором. / Н. Логвинова // BusinessWeek Россия. – М., 2008. – № 4. – С.55-57.
32. Лукашов, А. В. Венчурное финансирование для новаторов / А. В. Лукашов // Консультант. – М., 2006. (№5 (236))

33. Лусников, А. Инвестиции и рынки РФ : перспективы – 2008 / А. Лусников // Директор. – М., 2007. – № 24 (255). – С.24-31
34. Макаренко, А. Венчур добрый / А. Макаренко // Финанс. – М., 2008. № 43 (278). – С.14.
35. Макаров, И. Сквозь мелкое сито / И. Макаров // Эксперт Северо-Запад. – 2007. – №21 (323).
36. Малахов, А. Бизнес-ангелы слетаются в фонд : для финансирования перспективных бизнес-идей / А. Малахов // Коммерсантъ. – М., 2008. – 14 марта (№ 41 (3858)).
37. Малахов, А. Россию запустили в MySpace : В рунете стартовала крупнейшая в мире социальная сеть / А. Малахов // Коммерсантъ. – М., 2008. – 22 января (№ 7 (3824)).
38. Малые инновационные предприятия получают всестороннюю поддержку // Вечерняя Москва. – М., 2008. – 28 ноября (№220 (24998)). – С. 12.
39. Марголит, Г. Новый сектор для инноваций / Г. Марголит // Рынок ценных бумаг. – М., 2007. №16 (343). – С.15-16.
40. Меткалф, Р. М. Все в вашей голове : последнее поколение супер-компьютеров намного быстрее человеческого мозга. / Р. М. Меткалф // Forbes. – М., 2007. – № 6 (39). – С.122-126.
41. Прессман, А. В погоне за идеями / А. Прессман // BusinessWeek Россия. – М., 2007. – № 47. – С.61.
42. Русяева, П. Всем по ящику : «Секрет фирмы»нашел два оригинальных бизнеса, специализирующихся на хранении личных вещей / П. Русяева // Секрет фирмы. – М., 2009. – № 5 (286). – С.40-42.
43. Саакян, Р. Рождение нового лидера : на мировом инвестиционном рынке появился новый активный участник – холдинг RADO-S-GROUP / Р. Саакян // Forbes. – М., 2007. – № 12 (45). – С.210-211.
44. Смирнов, К. Какие инвестиции нужны России? / К. Смирнов // Новая газета. – М., 2000. – 16 октября (№ (76) 2167). С.14.

45. Степанов, И. Венчур без альтернатив / И. Степанов // Эксперт Урал. – 2003. – №36 (116).
46. Фиалковский, Д. Менеджмент роста / Д. Фиалковский // Эксперт Северо-Запад – 2007. – №21 (323).
47. Хазов, И. В. Особенности венчурного инвестирования / И. В. Хазов // Вопросы экономических наук - 2004. №3 (7) – М.: Компания Спутник +, 2004. – С. 120-126.
48. «1000ideas.ru» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.1000ideas.ru/, свободный.
49. «AddVenture – фонд бизнес-ангелов, сфокусированный на IT проектах» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.addventure.to, свободный.
50. «Бизнес.Каталог RIN.ru» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.business.rin.ru.
51. «Бизнес-портал» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.bportal.ru, свободный.
52. «Блог» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://marketvelocity.blogspot.com, свободный.
53. «Венчурное финансирование» [Электронный ресурс] : статья В. Котельникова для сайта «Корпоративный менеджмент». – Электрон. дан. – М. : 2009. – Режим доступа: www.cfin.ru/investor/venture/e-coach.shtml, свободный.
54. «Венчурный бизнес: риск - благородное дело» [Электронный ресурс] : статья портала «Магазин инвестиционных фондов». – 2008. – Режим доступа : fundmanager.bip.ru/anonce/55.htm, свободный.
55. «Возможности ФБ ММВБ для компаний малой и средней капитализации. Сектор ИРК» [Электронный ресурс] : презентация для сайта Фондовой биржи ММВБ – М. : ММВБ, 2009. – Режим доступа: http://www.micex.ru/markets/stock/emitents/igc/profile, свободный.

56. «В России количество миллионеров выросло до 136 тыс. человек» [Электронный ресурс] : статья И. Зиненко для портала «Деловая сеть rb.ru», 2008. – Режим доступа: http://www.rb.ru/topstory/economics/2008/06/25/102812.html, свободный. – Размещ. 6/25/08.
57. «Все инвестиции России» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.allinvestrus.com, свободный.
58. «Государственное стимулирование венчурного инвестирования» [Электронный ресурс] : статья О. В. Коршуна для «Business.rin.ru». – Электрон. дан. – М., 2008. – Режим доступа: http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?action=view&num=341573&razdel=40&w=0&p_n=2, свободный.
59. «Для предприятий IT-сферы будут установлены льготы по ЕСН» [Электронный ресурс] : статья портала «Малый бизнес Москвы». – М. : МБМ, 2006. – Режим доступа: www.mbm.ru/newsitem.asp?id=41537, свободный. – Размещ. 6/30/06.
60. «Европейский банк реконструкции и развития» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ebrd.com/ru/about/index.htm, свободный.
61. «ЗПИФВИ «ВТБ - Фонд Венчурный»» [Электронный ресурс]. – Режим доступа http://www.vtb-am.ru/products/funds/private/vfunds/fund_venchur/, свободный.
62. «IT-рынок растет в серости» [Электронный ресурс] : статья Т. Мухаматулина для «Газета.ru». – Электрон. дан. – М. : Газета.ru, 2007. – Режим доступа: http://www.gazeta.ru/business/2007/09/04/2126034. shtml, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 9/04/07.
63. «Московская сеть бизнес-ангелов» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.business-angels.ru, свободный.
64. «Национальное содружество бизнес-ангелов» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www. russba.ru, свободный.

65. «Растущий собственник» [Электронный ресурс] : статья И.Макарова для журнала «Менеджмент роста». – Электрон. дан. – М. : 2006. – Режим доступа: http://www.expert.ru/printissues/management/2006/01/rastushiy_sobstvennik, свободный. – Загл. с экрана. – Размещ. 7/03/2006.
66. «Республика венчур» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.respublika-venture.ru, свободный.
67. «РИФИКТ декларировался» [Электронный ресурс] : статья портала «ComNews», 2007. – Режим доступа: www.comnews.ru/index.cfm?id=27609, свободный. – Размещ. 2/22/07.
68. «Рождение новых Google» [Электронный ресурс] : статья Ю.Аммосова для журнала «Эксперт Украина». – Электрон. дан. – Украина, 2005. – Режим доступа: http://www.expert.ru/printissues/ukraine/2005/22/22uk-venchur/, свободный. – Размещ. 6/13/2005.
69. «Российская ассоциация венчурного инвестирования» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.rvca.ru, свободный.
70. «Российская венчурная компания» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.rusventure.ru/investments/funds/, свободный.
71. «Российская венчурная ярмарка» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.rvf.ru, свободный.
72. «Сектор инновационных и растущих компаний (ИРК)» [Электронный ресурс] : презентация Г. Марголита для сайта ММВБ. – Электрон. текстовые дан. (2.84 Мб). – М. : ММВБ, 2009. – Режим доступа: http://af8-2.mail.ru/cgi-bin/readmsg/publication_513_(3).pdf?id= 1243720895000000511; 0;3&mode=attachment&channel, свободный.
73. СПб венчурный фонд аэрокосмической и оборонной промышленности [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.venture.opkcapital.ru, свободный.

74. «Тамир Фишман Си ай Джи венчурный фонд : информация о фонде» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.bcvf.ru/data/docs/2009_-_f.2.-1_kv.pdf, свободный.
75.
76. «Управляющая компания «Финам Менеджмент» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.finam.ru/about/history003E8/default.asp, свободный.
77. Dann, J. Emotional Intelligence / J. Dann. – Hodder & Stoughton, 2009. – 224 pp.
78. Gilson R.J. Does Venture Capital Require an Active Stock Market? / R. J. Gilson, B. Black, Stanford Law School, Working Paper No. 174, – 1999.
79. Gompers, P. A. The venture capital cycle / P. A. Gompers, P. A. Joshua Lerner – ed.2 – Massachusetts: MIT Press, 2004. – 569 pp. – ISBN 0262072556, 9780262072557.
80. Hofstede, G. Cultures and Organizations: Software of the Mind - Intercultural Cooperation and Its Importance for Survival / G. Hofstede. – US. : McGraw-Hill Inc., 1996. – 279 pp.
81. Kahneman, D. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, Econometrica, / D. Kahneman, A. Tversky. – 1979. – pp. 263-291.
82. Kaplan, S. Venture Capitalists as Economic Principals / S. Kaplan, P. Stromberg // NBER Reporter. – 2003. – pp.22-5.
83. Lawrence, G. M. Due diligence in business transactions / G. M. Lawrence. – Law Journal Press, 1994. – 600 pp. – ISBN 1588520668, 9781588520661.
84. Levy, H. Investments / H. Levy, M. Post. – Prentice Hall, 2005. – 944 pp.
85. Mark, V. O. A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis / V.O. Mark // Venture Capital. – 2000. – Vol. 2, pp. 91-109.
86. Mason, C. What do Investors Look for in a Business Plan? A Comparison of the Investment Criteria of Bankers, Venture Capitalists and Business Angels

/ C. Mason. – International Small Business Journal, 2004. - Vol. 22, No. 3, pp. 227-248.

87. McDowell, T. Valuing your business / T. McDowell Houston Business Journal, October 16, 1998
88. Megginson, W. L. Towards a global model of venture capital / W. L. Megginson // University of Oklahoma, Norman, OK. – Working Paper, 2002.
89. Richardson, C. Complete Guide to Venture Capital / C. Richardson // 1987, pp. 163 – 164.
90. White, B. Dissertation Skills for Business and Management Students / B. White. – London : Thomson Learning, 2005. – 275 pp.
91. Wilmerding, A. Term Sheets & Valuations - A Line by Line Look at the Intricacies of Venture Capital Term Sheets & Valuations (Bigwig Briefs) / A. Wilmerding, Aspatore Books, Inc., 2001, pp. 48 – 49.
92. «Angels With Angles» [Электронный ресурс] : article by J. Melloan for «The daily Resource for Enterpreneurs». – 2005. – Режим доступа : http://www.inc.com/magazine/20050701/angels-index.html, свободный.
93. «Break-Even Method of Investment Analysis» [Электронный ресурс] : article by P. H. Gutierrez, N. L. Dalsted1 for Ext.Colostate: 2008. – Режим доступа: www.ext.colostate.edu/pubs/farmmgt/03759.html, свободный. – Размещ. 7/08.
94. «Business Plans for Business Angels» [Электронный ресурс] : article by J. Courtney for «BYTESTART.CO.UK, The Small Business Portal». – 2006. – Режим доступа : http://www.bytestart.co.uk/content/businessplans/30_2/ business-angels-plan-1.shtml, свободный. – Размещ. 6/26/2006.
95. «Business Startups are Top Employers Startup Companies Can Offer More than an Established Corporation» [Электронный ресурс] : article by M. Norman for «Career Advice». – 2009. – Режим доступа :

http://careeradvice.suite101.com/article.cfm/business_startups_are_a_top_employer, свободный – Размещ. 3/31/2009.

96. «Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts» [Электронный ресурс] : review by S. Kaplan, P. Strцmberg for Review of Economic Studies. – Chicago : 2003. – Режим доступа: http://faculty.chicagobooth.edu/steven.kaplan/research/kaplanstromberg.pdf, свободный.

97. «Fly High With Angel Investors?» [Электронный ресурс] : article by D. Worrell for «Investopedia». – 2008. – Режим доступа http://www.investopedia.com/articles/fundamental-analysis/08/angel-investors.asp, свободный.

98. «Go Slow to Go Fast - Why Over 80% Of High Tech Startups Fail And What To Do About It» [Электронный ресурс] : article by M. Leslie, D. Chase for «A Free Article Collection”. – 2009. – Режим доступа: http://www.scribd.com/doc/14335210/Go-Slow-to-Go-Fast-Sales-Learning-Cycle-SLC, свободный.

99. «How to find your angel» [Электронный ресурс] : article by M. V. Copeland for «Business». – 2006. – Режим доступа: http://money.cnn.com/magazines/business2/business2_archive/2006/03/01/8370549/index.htm, свободный.

100. «Hudson Square Research estimates» [Электронный ресурс] : Company Reports. – Электрон. дан. – 2008. – Режим доступа: http://www.capknowledge.com/research_reports/media_theme_research_reports/09_05_08_eBay_vs_Amazon.pdf , свободный. – Размещ. 9/04/08.

101. «Idea : Entrepreneurship» [Электронный ресурс] : Economist.com. – 2004.– Режим доступа : http://www.economist.com/business/management/displaystory.cfm?story_id=13565718, свободный. – Размещ. 4/27/2009.

102. Morah, C. Business Startup Costs: It's In The Details / C. Morah // Investopedia. – 2009. [Электронный ресурс] Режим доступа: http://www.investopedia.com/articles/pf/09/business-startup-costs.asp, свободный.

103. «Private companies wrestle with new valuation climate» [Электронный ресурс] : article by D. Kawamoto for CNET News.com. – 2000. – Режим доступа: http://news.cnet.com/Private-companies-wrestle-with-new-valuation-climate/2100-1017_3-248379.html?tag=mncol, свободный. – Размещ. 11/09/2000.

104. «Simple rules to follow when creating a business plan» [Электронный ресурс] : article by B. Morrow for «Bytestart». – 2008. – http://www.bytestart.co.uk/content/businessplans/30_1/business-planning-simple.shtml, свободный. – Размещ. 12/11/2008.

105. «Succession Strategies a Must for Small Business» [Электронный ресурс] : article by C. Kaine for «Business Angels». – 2007. – http://www.businessangels.com.au/artc5.php, свободный. – Размещ. 10/06/2008.

106. «The Valuation of newly-formed technology companies» [Электронный ресурс] : article by M. Cameron for IAMOT. – 2009. – Режим доступа: www.iamot.org/conference/index.php/ocs/7/paper/view/889, свободный.

107. «Top 10 Things to Do Before You Write a Business Plan» [Электронный ресурс] : article by A. Gleeson for «BYTESTART.CO.UK, The Small Business Portal». – 2005. – Режим доступа : http://www.bytestart.co.uk/content/businessplans/30_1/top-10-things-to-do-befor.shtml, свободный. – Размещ. 5/18/2005.

108. «US venture investments down 61% in Q1 2009» [Электронный ресурс] : article by A. Moskalyuk for ZDNET. – 2009. Режим доступа : http://blogs.zdnet.com/ITFacts/?p=15723, свободный. – Размещ. 4/20/2009.

109. «Venture capitalists' decision-making in small equity markets: a case study using participant observation» [Электронный ресурс] : article by J. Silva for «Venture Capital". – 2004, Vol. 6. Режим доступа: http://www.fep.up.pt/docentes/pcosme/Artigos%5C40-VC.pdf, свободный.

110. «Venture Capitalists' Evaluations of Start-Up Teams: Trade-Offs, Knock-Out Criteria, and the Impact of VC Experience. Entrepreneurship Theory and Practice, Forthcoming». [Электронный ресурс] : article by N. Franke, M. Gruber, D. Harhoff, J. Henkel. – 2006. – Режим доступа: http://ssrn.com/abstract=944239, свободный.

111. «Venture Capital - Important factors for venture capital investment decisions» [Электронный ресурс] : article by F. Ulu for Hцgskolan Halmstad School of Business and Engineering Business Economics, Marketing, C Level. – 2008. – Режим доступа: https://dspace.hh.se/dspace/bitstream/2082/2285/1/Venture_Capital_Dissertation%5B 1%5D.pdf, свободный.

112. «Venture Investment Climbs in India, China and Israel» [Электронный ресурс] : article by C. C. Miller for «The NewYork Times». – 2009. – Режим доступа : http://bits.blogs.nytimes.com/author/claire-cain-miller/, свободный. – Размещ. 2/18/2009.

113. «Venture Skills as rare as Capital» [Электронный ресурс] : article by C. Kaine for «The Age IT». – 1998. – Режим доступа : http://www.businessangels.com.au/artc1.php, свободный. – Размещ. 12/01/1998.

114. «What is a Bandwagon Effect?» [Электронный ресурс] : article by S. E. Smith for Wisegeek: 2009. – Режим доступа: www.wisegeek.com/what-is-a-bandwagon-effect.htm, свободный.

115. «What was the Dot-com Bubble?» [Электронный ресурс] : article by S. E. Smith for Wisegeek. – 2009. – Режим доступа: www.wisegeek.com/what-was-the-dot-com-bubble.htm, свободный.

Приложения

Приложение А. Расчет показателя WACC для компании Amazon

Таблица А.1 – Расчет показателей долгосрочного роста для компании Amazon

											долгосрочный рост
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	**10%**
EBIT	842	1437	1725	2070	2483	2980	3576	4291	5150	6180	
-Налог	-168,4	-287,4	-345	-414	-496,6	-596	-715,2	-858,2	-1030	-1236	
+Амортизация	287	342	410	492	591	709	851	1021	1225	1471	
- изменения в оборотном капитале	-450	-450	-450	-450	-450	-450	-450	-450	-450	-450	
-кап. Затраты	-333	-330	-337	-343	-350	-357	-364	-372	-379	-387	
Свободный Денежный Поток	177,6	711,6	1003	1355	1777,4	2286	2897,8	3631,8	4516	5578	
Дисконтированный Денежный Поток	158,4	566,4	712,3	858,5	1004,7	1152,8	1303,8	1457,9	1617,3	1782,2	1960,5
Период	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	

Таблица А.2 – Расчет ДДП для компании Amazon

Суммарный ДДП	10614,4
Стоимость в постпрогнозном периоде	93986,4
Дисконтированная --"--	26791,9
Стоимость компании	37406,3
+ свободные ден. Ср-ва	2769
- долг	592
Стоимость акц. Капитала	**39583,3**
Количество акций, млн.	430
Стоимость акции	92,05
Текущая стоимость	77,37
Потенциал роста	19,0%

Таблица А.3 – Расчет WACC для компании Amazon

WACC	
10-летняя безрисковая дох-ть	3,71%
Премия за риск по акциям	8%
целевая доля акционерного капитала	78%
Бета без учета рычага	1,17
Бета с учетом рычага	1,33
Ставка налога	35%
Премия за кредитный риск по долгу	2,5%
WACC	**12,1%**