

П.П. Воличенко

## ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛ И ЕГО ОЦЕНКА

**Аннотация.** Статья посвящена вопросам возможного использования венчурного инвестиционного капитала в условиях модернизации экономики России в современных условиях кризисного развития. Рассматривается понятие «венчурного капитала» и анализируются условия его функционирования. В этой связи возникают такие вопросы, как ликвидность, прозрачность, риски, контроль и корпоративное управление. Для изучения проблемы ликвидности и прозрачности рассматриваются два типа акций: акции крупных предприятий и акции небольших частных компаний. Проблема рисков венчурных инвестиций также в значительной мере связана с размером компании. Неопределенность и риск инвестиций выше в случае небольшой частной компании, чем в случае крупной уверенно стоящей на ногах компании. Определенное внимание уделяется вопросам контроля и корпоративного управления, которое в значительной мере определяется взаимоотношениями между миноритарными акционерами и акционерами, владеющими крупными пакетами акций. Дается определение и краткий анализ трех основных типов венчурных инвестиций: новый венчурный проект, рефинансирование и выкуп. Оценка венчурного капитала в основном базируется на доходном подходе и, как правило, сводится к определению потенциальной финансовой отдачи от венчурных инвестиций. В статье анализируются основные моменты, связанные с такой оценкой. Методом исследования является анализ практики применения венчурных инвестиций для развития крупных и мелких компаний, а также такие аспекты функционирования этих инвестиций как ликвидность, прозрачность, риски, контроль и корпоративное управление. Анализируется также методика использования доходного подхода при оценке венчурных инвестиций. Инновационное развитие экономики России требует использования новейших методов финансирования проектов, позволяющих относительно быстро изменить структуру всего народного хозяйства страны. Одним из таких методов является использование венчурных инвестиций. Новизна предлагаемого исследования заключается в том, что в нем дается не только определение понятия «венчурных инвестиций», но и анализируются основные аспекты их применения: ликвидность, прозрачность, риски, контроль и корпоративное управление. Вкладом автора в исследование темы является также детальный анализ трех основных типов венчурных инвестиций - новый венчурный проект, рефинансирование и выкуп. В плане оценки венчурных инвестиций новым с научной точки зрения является выявление и анализ семи основных моментов, влияющих на определение их стоимости с позиции доходного подхода.

**Ключевые слова:** новый венчурный проект, оценка венчурных инвестиций, корпоративное управление, инвестиционные риски, информационная прозрачность, ликвидность, венчурный капитал, венчурные инвестиции, выкуп, рефинансирование.

В условиях политики модернизации экономики России, сочетающейся со специфической современной кризисной ситуацией, огромное значение имеет привлечение инвестиционного капитала, в том числе в проекты, которым характерен высокий уровень риска, так называемые проекты венчурного инвестирования. Понятие «венчурный капитал» включает в себя различные типы инвестиций. Под ним подразумеваются любые инвестиции, которые невозможно легко и

быстро продать либо по опубликованной цене, либо по цене, общей для всех сделок, заключенных в течение определенного периода времени. Для подобных инвестиций свойственна определенная степень опасности и венчурности (непредсказуемости), они более рискованны. По своей природе они более спекулятивны, но в то же время и способны принести большую прибыль. В этой связи возникают такие вопросы, как ликвидность, прозрачность, риски, контроль и корпоративное управление.

В целях изучения проблемы ликвидности и прозрачности рассмотрим два типа акций: акции крупных предприятий, которыми регулярно и в больших объемах торгуют на фондовой бирже и акции небольших частных компаний, контролируемых либо семьей, либо управляющими.

В первом случае акции ликвидны и прозрачны, так как всегда в наличии имеются:

- доступная, полная и надежная информация о компании, включая финансовую информацию и последние отчеты;
- прозрачная цена – известна цена на акции по последним заключенным сделкам, и покупатель имеет четкое представление о том, на какую цену он может рассчитывать;
- регулярный двусторонний рынок между продавцом и покупателем, что подразумевает возможность для каждого продавца продать, а для каждого покупателя купить необходимое количество акций при условии, что объем акций на покупку и продажу составляет невисокий процент от размера выпуска;
- установленная процедура заключения сделки, зафиксированная в правилах биржи, сделки совершаются без проблем.

Во втором случае акции неликвидны и непрозрачны, так как:

- отчеты дают минимум информации, требуемой по закону;
- сделки с этими акциями не заключаются длительное время, либо даже в случае их продажи информация об их цене труднодоступна;
- существуют проблемы с куплей-продажей этих акций по любой цене, так как потенциальный покупатель не может найти продавца и наоборот;
- процедура заключения сделки может не соответствовать установленным нормам, что создает дополнительные проблемы и затягивает время.

Важной характерной чертой венчурного капитала является относительно высокий уровень риска. Неопределенность и риск инвестиций выше в случае небольшой частной компании, чем в случае крупной уверенно стоящей на ногах компании. В отношении небольших компаний возможны резкие и непредсказуемые скачки прибыли, выше риск неплатежеспособности. Несомненно, что крупные компании могут разоряться, а мелкие достигать высоких результатов, но мировой опыт

показывает, что мелкие и вновь организованные компании скорее попадают в затруднительное положение.

К этому следует добавить также, что владельцы компаний, акции которых регулярно продаются на рынке, в случае возникновения проблем имеют возможность их достаточно легко продать. В случае же с небольшой компанией это может оказаться невозможным из-за неликвидности ее акций.

Исследуя проблемы венчурных инвестиций, следует уделять особое внимание вопросам контроля и корпоративного управления. Владельцы компаний, ее акционеры полностью контролируют ее действия; для отдельного акционера или группы акционеров достаточно владеть 51% акций компании, чтобы применить этот контроль на практике. Даже мелкие акционеры могут дать почувствовать компании свое влияние, и в законодательстве многих стран существуют специальные положения, защищающие права мелких акционеров. Однако баланс власти между акционерами работает по-разному в публичных и венчурных компаниях.

В крупной публичной компании, акции которой котируются и регулярно продаются на бирже, обычно ни один акционер не имеет контрольного пакета. В этом случае крупные акционеры создают альянсы с целью оказать влияние на менеджеров компании. Они в состоянии это делать различными способами – путем отказа переизбрать директоров на общем собрании акционеров, утверждать финансовые отчеты, голосовать за решения, не соответствующие, по их мнению, интересам акционеров и так далее.

В небольшой частной компании, акции которой редко продаются, мелкие акционеры вынуждены довольствоваться тем, что происходит, так как они не могут ни продать свои акции, ни собрать достаточно голосов для того, чтобы отклонить неудобные для них решения.

Однако фактически у мелких инвесторов есть определенная возможность выбора и в небольшой частной компании. Например, их могут попросить подписаться на акции нового выпуска, предназначенного для перестройки или рефинансирования компании. Это дает возможность акционерам поторговаться и поставить некоторые условия, чтобы впредь защитить свои инвестиции и обеспечить себе возможность избавиться от акций, то

есть возможность выхода из компании. Разработка и переговоры о таких условиях – основная работа экспертов по венчурному капиталу.

Специалисты подразделяют все венчурные инвестиции на три основных типа:

- новый венчурный проект;
- рефинансирование;
- выкуп.

Под новым венчурным проектом подразумевается создание новой компании: инвестор с прекрасной идеей, но без денег, объединяется с финансистом, и они вместе разрабатывают и производят то, что задумали. Если им сопутствует успех, их компания может стать весьма эффективной с точки зрения прибыльности. Классический пример тому – компания «Microsoft», учрежденная Биллом Гейтсом. Но на каждый успех в новом бизнесе приходится огромное количество неудач. Как правило, из десяти венчурных инвестиций в новые предприятия лишь одна является высоко прибыльной, шесть окажутся полным провалом, и три будут приносить не очень высокую прибыль. Таким образом прибыль портфеля из десяти венчурных инвестиций будет практически полностью определяться успехом одного предприятия. Из этого следует, что принцип диверсификации и перераспределения риска для венчурных портфелей важнее, чем для обычных.

Частные компании нередко нуждаются в дополнительном финансировании. Оно может понадобиться для развития предприятия, для приобретения другой компании или выпуска новой продукции. Но при этом может оказаться, что компания не захочет привлекать общественное внимание, что неизбежно при организации открытой подписки на акции. В этой ситуации у частного финансиста появляется возможность структурировать финансирование компании в соответствии с ее нуждами и одновременно защитить свою собственную позицию, если его доля в компании невелика.

Выкуп как форма венчурных инвестиций чаще всего имеет место применительно к крупным компаниям. Такие компании перестраиваются в соответствии с условиями рынка, поэтому может оказаться, что какая-то часть бизнеса компании уже более не соответствует ее новой структуре и задачам. Тогда компания может продать часть своего бизнеса другой компании, хотя в последние годы сложилась практика, когда менеджеры дочер-

них предприятий и филиалов обычно выкупают бизнес сами. Но для этого необходимы средства. Это считается наименее рискованной венчурной инвестицией, так как выкупаемый бизнес обычно достаточно масштабен и жизнеспособен, а его продукция и потребительская база известны.

Под оценкой венчурного капитала следует понимать определение потенциальной отдачи от венчурных инвестиций. В этой связи необходимо особо остановиться на следующих семи моментах:

- соотношение риск/вознаграждение;
- риск капитализации;
- внутренняя ставка дохода;
- доля, контроль и скидка;
- вознаграждение менеджеров;
- активы и прибыль;
- стратегия выхода.

Коротко рассмотрим каждый из этих пунктов.

*Соотношение риск/вознаграждение* уравнивает возможные риски венчурного инвестирования (Сколько нужно денег? Каков финансовый риск? Какова вероятность успеха или провала инвестиций?) с вознаграждениями (Каков размер комиссионных финансисту за проведение сделки? Какие дивиденды можно ожидать от данной инвестиции и является ли она успешной? Какого прироста капитала можно ожидать от реализации акций в будущем?).

*Риск капитализации.* В обмен на предоставленные средства финансист или венчурный инвестор получает часть капитала компании, хотя обычно он платит за свою долю больше, чем управляющие, желающие выкупить определенную долю своей компании. Это отражает важность опыта менеджеров и их ответственность за будущее компании и ее доходность. Разница между ценой, уплаченной финансистом, и менеджерами известна как «соотношение зависти» (обычно это соотношение не превышает 10/1).

*Внутренняя ставка дохода.* Ввиду того, что внутренний капитал является рискованным бизнесом, он требует отдачи в виде высокого дохода. Внутренняя ставка дохода является мерой полного ожидаемого дохода на исходную сумму инвестиций. В зависимости от степени риска различные типы венчурного капитала требуют различных внутренних ставок дохода. Сложившаяся к настоящему времени практика венчурного инвести-

рования указывает на то, что для нового бизнеса нормальная внутренняя ставка дохода должна быть ориентировочно равна 60%, для рефинансирования – 35-40%, для выкупа – 25-30%.

*Доля, контроль и скидки.* В связи с тем, что мелкие пакеты акций некотирующихся компаний весьма непопулярны у покупателей, сложилась практика стимулировать покупку мелких пакетов путем скидки к полной оценочной стоимости. Чем меньше пакет, тем больше скидка.

*Вознаграждение менеджеров.* Процент капитала компании, принадлежащий менеджерам, может быть увязан с их достижениями в плане получения прибыли. Достаточно высокая внутренняя ставка дохода может оправдать даже передачу им контрольного пакета.

*Активы и прибыль.* В случае с венчурными инвестициями способность производить высокую и постоянно растущую прибыль оценивается выше, чем способность управлять большими активами, и это измеряется доходом на используемый капитал. Финансируя активы компании, венчурный инвестор предпочитает поменьше инвестировать, но побольше получать прибыль.

*Стратегия выхода.* Учитывая, что большая часть внутренней ставки дохода зависит от продажи акций на фондовом рынке (дивиденды дают относительно малый вклад), венчурные капиталисты придают большое значение возможности продать свои акции. Вопрос кому и как продать обычно обсуждается еще в момент осуществления инвестиций. Традиционно используются три возможных варианта

### 1. Продажа другому инвестору.

Покупателем в этом случае может быть долгосрочный портфельный инвестор, который рассчитывает на меньшую, чем венчурный капиталист, внутреннюю ставку дохода, так как компания уже прошла фазу наибольшего риска и в состоянии давать стабильную и более предсказуемую прибыль. Этот вариант оставляет неизменным договоры с менеджерами и не нарушает баланса разделением собственности.

### 2. Продажа компании целиком.

В этом случае покупателем является другая компания, желающая приобрести 100% венчурной компании и присоединить ее к своему бизнесу.

### 3. Размещение акций на фондовом рынке.

Этот вариант предусматривает необходимость предложить акции компании в открытой подписке и попасть в листинг фондовой биржи, что дает два преимущества: а) быстро привлечь новый капитал и б) впредь продавать акции компании на фондовом рынке со всеми его выгодами в плане ликвидности.

Венчурные инвестиции очень рискованны. Компания, начинающая новый бизнес, полна неизвестности: неопытные менеджеры разрабатывают новый продукт на новом рынке. Именно поэтому доходы на венчурный капитал в случае успеха могут быть очень высокими. В случае же неудачи венчурный капиталист теряет свои средства. Однако в целом для экономики страны венчурные инвестиции оказывают важную услугу, давая шанс стать на ноги новым оригинальным компаниям.

## Библиография

1. Гулькин П.Г. «Введение в венчурный бизнес в России», РАВИ, 1999 г.
2. Гулькин П.Г. Терехина Т.А. «Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO», Альпари СПб, 2003 г.
3. Бочкарев А.А. «Опыт венчурного предпринимательства в Великобритании», 2009 г., <http://www.maplaza.ru/articles/65.htm>.
4. Никонова И.А. «Финансирование бизнеса», Альпина Паблишер, 2003 г.
5. Белых А.Л. «Даешь инвестиции!», Бизнес журнал №7, 2006 г.
6. Коупленд Т., Коллер Т., Муриен Дж. «Стоимость компании: оценка и управление», Олимп-Бизнес, 2002 г.
7. Cameron M. "The valuation of newly-formed technology companies", [www.whiteandlee.com](http://www.whiteandlee.com), 2007.
8. Richardson C. "Complete Guide to Venture Capital", Aspatore Books, 2007.
9. Kawamoto D., "Private companies wrestle with new valuation climate", CNETNews.com, 2000.

10. McDowell T., "Valuing your business", Houston Business Journal, October, 2008.
11. Бородина А.С. Оценка налоговой нагрузки производственного предприятия // Налоги и налогообложение.-2011.-9.-С. 5-14.
12. Терентьев А.Н., Абурахманов В.С. Стандарты оценки RICS – международная практика регулирования профессиональной деятельности оценщиков // Административное и муниципальное право.-2011.-4.-С. 80-86.
13. Богатырев С.Ю., Влияние человеческого и интеллектуального капитала на рост инновационных компаний России // Научный журнал «NB: Экономика, тренды и управление» — 2013.-№2.-С.133-177

### References (transliterated)

1. Gul'kin P.G. «Vvedenie v venchurnyi biznes v Rossii», RAVI, 1999 g.
2. Gul'kin P.G. Terebyn'kina T.A. «Otsenka stoimosti i tsenoobrazovanie v venchurnom investirovanii i pri vykhode na rynek IPO», Al'pari SPB, 2003 g.
3. Bochkarev A.A. «Opyt venchurnogo predprinimatel'stva v Velikobritanii», 2009 g., <http://www.maplaza.ru/articles/65.htm>.
4. Nikonova I.A. «Finansirovanie biznesa», Al'pina Pablisher, 2003 g.
5. Belykh A.L. «Daesh' investitsii!», Biznes zhurnal №7, 2006 g.
6. Kouplend T., Koller T., Murin Dzh. «Stoimost' kompanii: otsenka i upravlenie», Olimp-Biznes, 2002 g.
7. Cameron M. "The valuation of newly-formed technology companies", [www.whiteandlee.com](http://www.whiteandlee.com)., 2007.
8. Richardson C. "Complete Guide to Venture Capital", Aspatores Books, 2007.
9. Kawamoto D., "Private companies wrestle with new valuation climate", CNETNews.com, 2000.
10. McDowell T., "Valuing your business", Houston Business Journal, October, 2008.
11. Borodina A.S. Otsenka nalogovoi nagruzki proizvodstvennogo predpriyatiya // Nalogi i nalogooblozhenie.-2011.-9.-С. 5-14.
12. Terent'ev A.N., Aburakhmanov V.S. Standarty otsenki RICS – mezhdunarodnaya praktika regulirovaniya professional'noi deyatel'nosti otsenshchikov // Administrativnoe i munitsipal'noe pravo.-2011.-4.-С. 80-86.
13. Bogatyrev S.Yu., Vliyanie chelovecheskogo i intellektual'nogo kapitala na rost innovatsionnykh kompanii Rossii // Nauchnyi zhurnal «NB: Ekonomika, trendy i upravlenie» — 2013.-№2.-С.133-177