ФИНАНСЫ, НАЛОГИ, СТРАХОВАНИЕ, БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ

ФИНАНСОВЫЙ ВЕСТНИК

7
2017

Страховая грамотность — неотъемлемый компонент финансовой грамотности

ФИНАНСЫ

Финансовая/бюджетная грамотность для всех регионов и возрастов
Рассмотрены вопросы развития бюджетной грамотности.

Финансирование инновационных проектов
Показаны основные финансовые характеристики стадий развития инновационных проектов.

НАЛОГИ

Счета-фактуры как подтверждение факта поставки тепловой энергии и ее стоимости
Дан анализ судебной практики арбитражных судов, а также норм действующего законодательства с учетом последних изменений и поправок по вопросам, связанным с поставкой тепловой энергии.

ЭКОНОМИКА

Экономическая честность и экономический человек. Заметки на работу И.И. Янжула
В статье отмечается, что следует признать имеющим практическое значение и в настоящее время вывод, который был сделан более ста лет назад.

ФИНАНСОВЫЙ ВЕСТНИК

ФИНАНСЫ, НАЛОГИ, СТРАХОВАНИЕ, БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ

Индекс 80736 «Роспечать»
Индекс 45427 «Пресса России»

7 июль 2017

Периодичность выхода – один раз в месяц

СОДЕРЖАНИЕ

ДАЙДЖЕСТ

Новости экономики и финансового рынка 4

Минфин представил предварительную оценку исполнения бюджета. Верховный суд РФ обобщил практику по спорам о защите иностранных инвесторов и опубликовал обзор от 12 июля 2017 года о практике разрешения судами споров, связанных с защитой иностранных инвесторов. ФНС менее чем за полгода на четверть увеличила поступления от взыскания задолженности. Изменения в налоговом мониторинге. Минфин разъяснил особенности налогообложения командировочных расходов. ФНС рекомендует проверять онлайн-чеки. Очередность вычетов по НДФЛ. Имущественный вычет для пенсионеров. О страховании ответственности директоров и должностных лиц. Минфин отложил вступление в силу федеральных стандартов. Оценка ущерба аграриев от холодного лета.

ФИНАНСЫ

Финансовая/бюджетная грамотность для всех регионов и возрастов. 10

Гребенщиков Э.С.

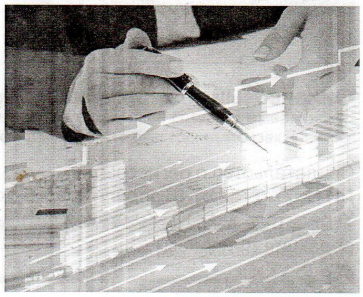
Рассмотрены вопросы развития бюджетной грамотности, под которой понимается «умение читать, расшифровывать и понимать государственные бюджеты для стимулирования и укрепления конструктивного гражданского участия в процессе составления бюджета».

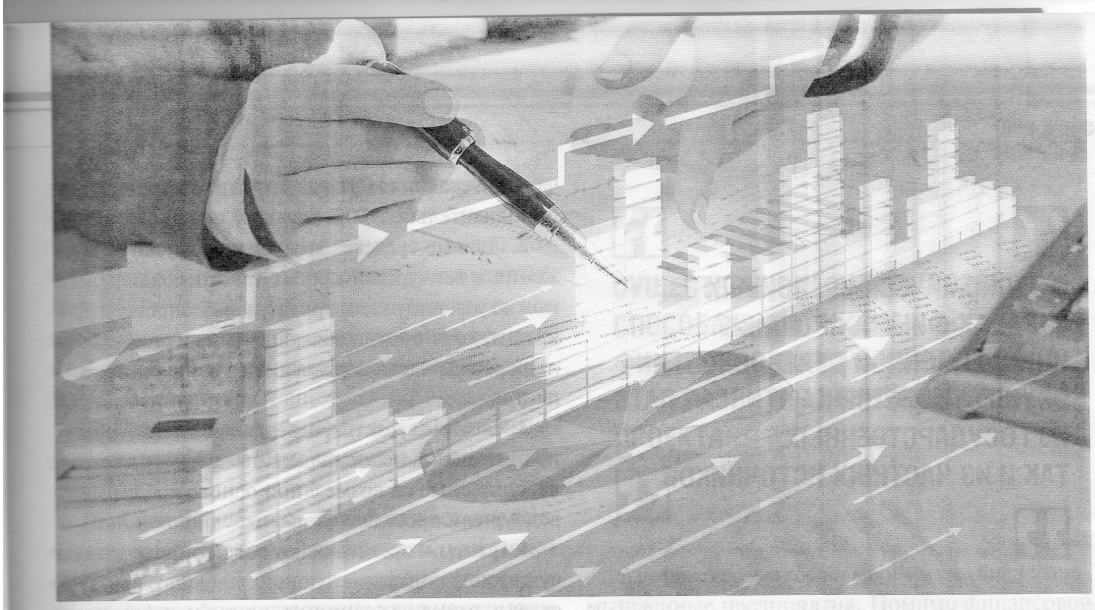
ФИНАНСЫ

Финансирование инновационных проектов 15

Кривда С.В., Весницкая В.В.

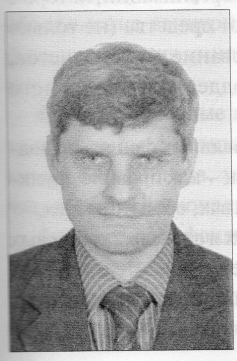
Авторами исследованы источники финансирования инновационных проектов, показаны основные финансовые характеристики стадий развития инновационных проектов, а также проанализированы особенности проектного финансирования в зависимости от стадий развития инновационного проекта. Описаны основные проблемы финансового характера, которые могут оказать существенное влияние на успешность проекта.





Финансирование инновационных проектов

В статье исследованы источники финансирования инновационных проектов, показаны основные финансовые характеристики стадий развития инновационных проектов. а также проанализированы особенности проектного финансирования в зависимости от стадий развития инновационного проекта. Описаны основные проблемы финансового характера, которые могут оказать существенное влияние на успешность проекта.



С.В. Кривда, кандидат экономических наук, доцент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

В.В. Весницкая, магистрант Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации

> **В ЭКОНОМИЧЕСКИ РАЗВИТЫХ СТРАНАХ ФИНАНСИРОВАНИЕ ИННОВАЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ОСУЩЕСТВЛЯЕТСЯ КАК ИЗ ГОСУДАРСТВЕННЫХ, ТАК И ИЗ ЧАСТНЫХ ИСТОЧНИКОВ**

Инновационная деятельность, как правило, характеризуется достаточно высокой степенью неопределенности и риска, поэтому важными принципами системы финансирования инноваций являются множественность источников финансирования, гибкость и адаптивность к быстро меняющейся, турбулентной среде инновационных процессов.

В экономически развитых странах финансирование инновационной деятельности осуществляется как из государственных, так и из частных источников. Принципы организации финансирования должны быть ориентированы на множественность источников финансирования и предполагать быстрое и эффективное внедрение инноваций с их коммерциализацией, обеспечивающей рост финансовой отдачи от инновационной деятельности [1].

Все источники финансирования венчурных проектов условно делят на два направления [2]:

источники неформального сектора;

источники формального сектора.

В качестве источников неформального сектора можно выделить следующие.

1. Личные сбережения предпринимателя – часто с использованием личных средств основателей высокотехнологичных малых предприятий удается финансировать мероприятия на самой первоначальной стадии (в США и Англии это происходит приблизительно в 60% случаев).

2. Личные средства знакомых и друзей – вложения в венчурный проект такого рода средств можно условно рассматривать как беспроцентный кредит, хотя иногда заимодавцы могут настоять на переводе части долга в акции венчурной компании.

3. Частные средства, переданные в долг – обычно их предоставляют владельцы частного капитала, согласные на возмездной основе кредитовать венчурный проект.

4. Гранты – представляют собой определенную сумму денег, выделяемую, как правило, государственными учреждениями, частными фондами а также фондами разного рода финансово-промышленных групп, объединений, корпораций для финансовой поддержки венчурного проекта

5. Средства дарственных фондов – такие фонды часто функционируют при крупных университетах, которые предоставляют средства возникающим высокотехнологичным компаниям на более длительные сроки и менее жесткими условиями чем, например, пенсионные фонды.

6. Пожертвования меценатов – средства, выделяемые безвозмездно частными лицами или благотворительными организациями конкретному ученому, изобретателю, конструктору для создания условий по продвижению их идей или разработок и завершению работы над проектом

7. Средства спонсоров – спонсорами обычно являются частные лица или организации, которые добровольно предоставляют средства (не только финансовые, но и оборудование, специалистов технологии и т.п.) для поддержки венчурного проекта.

8. Средства специализированных фондов по поддержке науки, инноваций и т.п. – как правило, функционируют при министерствах, объединениях.

9. Средства академических и отраслевых базовых НИИ, ВУЗов – начинающей высокотехнологичной венчурной компании значительную помощь могут оказать те базовые учреждения, в которых

ранее работал или продолжает работать автор проекта и создатель компании.

10. Бизнес-инкубаторы – представляют собой организации, помогающие становлению венчурных компаний на ранних стадиях путем предоставления на льготных условиях доступа к оборудованию, аренды помещений, консультаций специалистов и т.п.

11. Бизнес-ангелы –состоятельные люди, вкладывающие собственные средства в венчурную компанию.

12. Синдицированные средства частных венчурных капиталистов – как правило, участники синдиката создают фонд, из средств которого и производится финансирование или иная помощь венчурной компании.

За счет источников формального сектора производится финансирование обычно только крупных проектов, требующих значительного объема инвестиций. К источникам формального сектора относятся:

1. фирмы венчурного капитала – как правило, представляют собой финансовые организации, которые участвуют в обеспечении финансирования поздних стадий реализации проекта, степень риска которых существенно снижается;

2. фонды венчурного капитала –добровольное объединение средств, для осуществления инвестирования в проекты венчурного характера;

3. специализированные фонды по поддержке малых предприятий, функционирующих в наукоемких инновационных отраслях – представляют собой объединение венчурных капиталистов с целью финансирования инновационных проектов в наукоемких отраслях;

4. инвестиционные компании венчурного капитала – данные компании представляют собой юридические лица, управляющие, по большей части, институциональными средствами;

5. пенсионные фонды и страховые компании. не всегда могут инвестировать капитал в высокорисковые проекты, в т.ч. в силу ограничений законодательства;

> **СУЩЕСТВЕННЫМ ДЛЯ ВЫБОРА СПОСОБА И ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ ЯВЛЯЕТСЯ ЭТАП РАЗВИТИЯ ВЕНЧУРНОГО ПРОЕКТА**

6. нефинансовые корпорации – в том числе, промышленные предприятия. Помимо финансовой поддержки, такие организации могут помочь решить проблемы снабжения, маркетинга, управления и т.п., что помогает более динамичному развитию финансируемого проекта;

7. финансово-промышленные группы – отличаются тем, что располагают консолидированными средствами нескольких участников;

8. кредитные учреждения – во многих странах участие банков в высоко рисковых операциях существенно ограничено;

9. транснациональные венчурные фонды – в ряде случаев инициатор венчурного проекта обеспечивает его финансирование за счет привлечения иностранных партнеров.

Источник финансирования каждая организация должна выбирать в соответствие с такими индивидуальными характеристиками, как, например, требуемый объем финансирования, территориальная расположенность, отрасль и т.п.

Существенным для выбора способа и источника финансирования является этап развития венчурного проекта. В индустрии венчурного финансирования сложилось общепринятое разделение процесса развития инновационного проекта на следующие стадии:

– **Seed** («Фаза разработки», «Посевная стадия»);

– **Start-up** («Старт-ап», «Стартовая фаза»);

В РЯДЕ СЛУЧАЕВ ИНИЦИАТОР ВЕНЧУРНОГО ПРОЕКТА ОБЕСПЕЧИВАЕТ ЕГО ФИНАНСИРОВАНИЕ ЗА СЧЕТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ПАРТНЕРОВ

– **Early stage** (Early growth, «Ранний рост», «Фаза ранней экспансии»);

– **Expansion** («Расширение», «Фаза быстрой экспансии», «Фаза роста»);

– **Mezzanine** («Мезанинная фаза», «Подготовительная фаза»);

– **Exit** («Выход», Liquidity stage, «Фаза ликвидности», «Фаза мостового финансирования»).

– **Seed** (посев). На данной стадии компания находится в процессе формирования. Существует бизнес-идея или проект. Набирается команда, которая будет управлять проектом. Проводятся маркетинговые исследования. По сути, это предпринимательская деятельность до образования фирмы. На данном этапе – полное отсутствие прибылей и доходов.

Рассмотрим краткие количественные характеристики данного этапа:

1) 0,8 – 1,2 % совокупного капитала венчурных фондов, финансирующих проекты на данной стадии в Центральной и Восточной Европе;

2) ожидаемый доход – свыше 50% годовых;

3) срок окупаемости – до 10 лет [3].

Предприниматель в данном случае выступает в лице ученого, или изобретателя, который нуждается в средствах для проведения работ по теоретическому и практическому обоснованию коммерческой значимости своей идеи. Первоначально необходимые средства ученый или изобретатель инвестирует за счет получения заработной платы по основному месту работы или за счет грантов благотворительных и иных организаций и использует не на выпуск коммерческой партии продукции, а на создание небольшого образца или прототипа. Далее требуется уже гораздо больше расходов, которые могут быть лишь частично компенсированы за счет собственных личных сбережений. Это расходы по отработке бизнес-плана и изготовление действующей модели; на проведение работ по дальнейшему обоснованию коммерческой перспективы идеи или замысла; на патентование идеи для защиты авторских прав. Чтобы продолжить работу, начинающий предприниматель берет в долг у родных, знакомых и друзей, то есть использует так называемые «3F – деньги», или использует кредит под заложенный дом и другое имущество. За счет этого завершается мобилизация средств, которые часто называются «финансовый семенной фонд».

Финансовое обеспечение этого этапа развития предприятия сопряжено с рядом трудностей, которые инициатору проекта, потенциальному предпринимателю, далеко не всегда бывают заранее известны. В виду этого, часть из них оказываются трудно преодолимыми, что становится причиной краха фактически так и не созданной компании. К таким трудностям относятся следующие моменты:

1. ученый, изобретатель, формирующие финансовый семенной фонд, в своем большинстве не обладают профессионализмом и достаточной компетентностью в решении финансово-экономических вопросов;

2. весьма ограничены масштабы начального капитала, то есть объем личных сбережений и тех средств, которые ученый может мобилизовать у родных и знакомых. Поэтому собранных средств оказывается недостаточно для доведения идеи даже до прототипа;

3. у потенциальных инвесторов отсутствует информация о новой идее, в том числе и об ее научной составляющей. Это обстоятельство препятствует возможности вовремя найти необходимые источники капитала;

4. установлен жесткий лимит времени для поиска надежных источников финансирования. Во-первых, без инвестиций продолжать разработку идеи или технологии, невозможно, а, во-вторых, через некоторое время идея может морально устареть;

5. отсутствие информации о возможной прибыльности проекта делает его недостаточно привлекательным для инвесторов. На seed-этапе невозможно точно прогнозировать экономическую выгоду создания венчурного предприятия;

6. у будущего предпринимателя зачастую отсутствует экономическая обоснованность реальной потребности в инвестиционном капитале;

7. государство оказывает недостаточную поддержку наиболее раннего этапа развития малых высокотехнологичных предприятий. Поэтому существенно увеличивается риск инвестиций именно на этапе закладывания основ будущего предприятия.

Тем не менее, собранного таким способом капитала бывает достаточно, чтобы развить бизнес-концепцию, создать предварительный вариант, привлечь к работе немногочисленных сотрудников, осуществить дополнительные исследования для будущей разработки промышленной технологии. Данный этап – это сплошные затраты без реального поступления новых средств, без получения прибыли.

Многие предприятия, созданные в рамках задуманного инновационного проекта, умирают, так и не родившись, именно на этой стадии. Однако проекты, успешно миновавшие данный этап, приносят инвесторам, поддержавшим новое венчурное предприятие, максимально высокую прибыль.

Степень риска финансирования данного этапа в значительной степени компенсируется тем, что для своей реализации он требует весьма незначительных финансовых ресурсов.

Обычно бывает достаточно величины реальной и для частных инвесторов, и тем более для семенных фондов венчурных фирм. Существенные расходы начинаются когда возникает необходимость

В РЯДЕ СЛУЧАЕВ ИНИЦИАТОР ВЕНЧУРНОГО ПРОЕКТА ОБЕСПЕЧИВАЕТ ЕГО ФИНАНСИРОВАНИЕ ЗА СЧЕТ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ИНОСТРАННЫХ ПАРТНЕРОВ

приобрести права на идею, то есть на интеллектуальную собственность. Это осуществляется в самом конце seed-этапа.

Патентование является обязательным условием, гарантирующим право собственности на предполагаемую к выпуску продукцию или услугу. При этом патентовать идею надо в тех странах, где возможна в будущем реализация продукции.

В России распространена практика, когда потенциальный инвестор покупает еще не запатентованную идею. Многие отечественные изобретатели, в виду дороговизны патентования за рубежом, согласны отдать свою идею венчурному капиталисту в обмен на незначительную долю в будущей компании.

Кроме перечисленных предварительных затрат необходимо добавить затраты на проведение маркетингового исследования. Далее необходимо предъявить заключение независимой экспертизы до того, как рекомендовать потенциальным покупателям уже изготовленную наукоемкую продукцию. Оплата же работы квалифицированных экспертов зависит от сложности технологической разработки и редко оказывается меньше нескольких тысяч долларов. Все эти расходы не могут быть полностью покрыты ни за счет средств, собранных основателем компании у родных и друзей, ни даже за счет инвестиций, специализированных «семенных» венчурных фондов. В этом случае требуются

ИЗ-ЗА НЕВОЗМОЖНОСТИ ПОКРЫВАТЬ РАСТУЩИЕ РАСХОДЫ, ПРИ ПЕРЕХОДЕ ОТ СТАРТОВОГО ЭТАПА К СЛЕДУЮЩЕМУ ЭТАПУ РАННЕГО РАЗВИТИЯ ВЫЖИВАЮТ ТОЛЬКО ПЕРСПЕКТИВНЫЕ ПРЕДПРИЯТИЯ, УПРАВЛЯЕМЫЕ ОПЫТНЫМИ МЕНЕДЖЕРАМИ

более крупные венчурные фонды, располагающие большими объемами капитала, которые способны поддержать развитие компании и обеспечить ее плавный переход от seed-этапа к start-up. Рискуя большим объемом венчурного капитала, при удачном стечении обстоятельств инвестор может рассчитывать на получение сверхприбыли. Такими венчурными капиталистами становятся уже упомянутые бизнес- ангелы.

Start-up (стартовая фаза). Представим краткие количественные характеристики данного этапа:

1. 5–28% совокупного капитала венчурных фондов;
2. Ожидаемый доход – около 35% годовых;
3. Срок окупаемости – до 5–7 лет.

На данном этапе капитал в больших объемах необходим для следующих целей: развитие концепции предприятия; проведение дополнительных исследований; осуществление выпуска опытной партии продукции; пробное тестирование продукта рынком; налаживание производства наукоемкого товара (если тестирование дает положительный результат) или на внесение в продукт необходимых изменений, повышающих его потребительские свойства, а значит, и привлекательность для покупателя. Определенные увеличивающиеся затраты необходимы и для оплаты труда персонала. Сотрудники компании, работающие на этой стадии, соглашаются с существенно меньшим, чем на прежней работе доходом, надеясь на компенсацию в виде некоторой доли собственности компании.

В завершающей фазе этого этапа капитал требуется для организационного оформления компании, для подготовки бизнес-плана по переговорам и заключению возможных договоров об инвестициях с венчурными фондами, венчурными фирмами и другими потенциальными источниками новых инвестиций. Риск этих организаций по-прежнему достаточно высокий, однако, прибыль от капиталовложений может достигать 40–65%. Поэтому венчурные фонды и нефинансовые организации инвестируют на этом этапе гораздо охотнее, чем на предыдущем.

Такое экономическое поведение инвесторов очень важно для нового инновационного предприятия, поскольку этот этап отличается от предыдущего тем, что, с одной стороны, ему требуется гораздо больше финансовых ресурсов, а с другой – без новых инвестиций предприятие не имеет возможности перейти к следующему этапу своего развития.

Объем инвестиций главным образом зависит от характера создаваемого продукта. Для создания интеллектуальной продукции, например, программные продукты для компьютеров (soft), не требуется дорогостоящего оборудования и длительного времени. Продукция быстро выходит на рынок и обеспечивает возмещение всех затрат. Производство материальной продукции требует гораздо большего времени и финансов на освоение технологии производства продукта, коммерциализацию продукта, а также на компетентную оценку масштабов будущего рынка.

На этом этапе финансирования главными действующими лицами становятся менеджер и финансовые консультанты, в отличие от ученого или техника. Оплата услуг этих специалистов стоит весьма дорого, поэтому затраты еще боль-

ще возрастают, в то время как никакой прибыли еще нет.

Переход к следующему этапу развития компании возможен при условии существенной финансовой «подпитки» прежними или новыми венчурными инвесторами. Если же предпринимателю, несмотря на все старания, не удается найти инвестиции, компания обречена на банкротство. Из-за невозможности покрывать растущие расходы, при переходе от стартового этапа к следующему этапу раннего развития выживают только перспективные предприятия, управляемые опытными менеджерами. Венчурные бизнесмены этот период называют **«долиной смерти»** (death valley), где, около 70–80% проектов терпят неудачу.

В этот период для предприятия реальным источником являются денежные средства бизнес-ангелов. В большинстве случаев вклад бизнес- ангелов в финансирование компании составляет не более 2–5% потребностей растущего венчурного предприятия. Однако и такой объем инвестиций помогает компании на какое-то время продолжить свое развитие. Кроме того, такое инвестирование служит примером для других, в том числе и более солидных инвесторов.

На этом этапе венчурный капитал бизнес-ангелов не является единственным инвестиционным источником, несмотря на то, что желающих инвестировать свои капиталы находится не очень много. Безусловно, для наиболее привлекательных проектов источник капитала все же удается найти, если менеджеры и основатели компании сумеют убедить инвестора. Необходимо убедить в том, что венчурное предприятие не только способно произвести конкурентоспособную продукцию, но и в оговоренные сроки сможет вернуть инвестору его капитал с прибылью.

Многие из инвесторов в большинстве экономически развитых стран вряд ли занимались бы венчурным бизнесом, если бы он оказался невыгодным. Кроме того, не сформировалась бы целая отрасль, получившая название индустрии венчурного бизнеса. Поэтому те владельцы капитала, ко-

В БОЛЬШИНСТВЕ СЛУЧАЕВ ВКЛАД БИЗНЕС-АНГЕЛОВ В ФИНАНСИРОВАНИЕ КОМПАНИИ СОСТАВЛЯЕТ НЕ БОЛЕЕ 2–5% ПОТРЕБНОСТЕЙ РАСТУЩЕГО ВЕНЧУРНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

торые выделяют средства для финансового обеспечения семенного и стартового этапов развития венчурной компании, не альтруисты, а мыслящие бизнесмены, предпочитающие быстрой, но небольшой прибыли, намного большую прибыль.

Early stage (ранний рост). Основные количественные характеристики данного этапа:

1. 35–45% (вместе с четвертой фазой) совокупного капитала венчурных фондов;
2. ожидаемый доход– до 30% годовых;
3. срок окупаемости– до 4–6 лет.

В том случае, если испытания и тестирование пробной партии продукции рынком прошли успешно, начинается этот этап. Он характеризуется тем, что риск освоения инновационного проекта становится меньше. На этом этапе производство нового продукта организуется с определенной уверенностью и в коммерческих масштабах. При этом компании, находящиеся на этом этапе развития, значительной прибыли еще не получают, однако экономическое будущее компании уже не вызывает сомнений.

Этап раннего роста, в виду многообразия решаемых задач, предполагает три стадии.

- Первая ранняя стадия – налаживание первоначального производства продукции.
- Вторая ранняя стадия развития компании характеризуется объемом выпуска про-

> **ДАЖЕ ОСТОРОЖНЫЕ КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ НЕ ОТКАЗЫВАЮТСЯ ВЫДАВАТЬ ИННОВАЦИОННОЙ КОМПАНИИ КРЕДИТЫ ПОД УЖЕ ИМЕЮЩИЙСЯ У НЕЕ ОСНОВНОЙ КАПИТАЛ**

дукции, определяющим реальный спрос на рынке.

- Третья ранняя стадия развития компании — это достаточно быстрое увеличение объема продаж выпускаемой продукции и получение реальной прибыли, которая заметно уменьшает уровень инвестиционного риска.

Однако для завершения данной стадии нередко требуются средства, превышающие возможности внутренних ресурсов предприятия. Но вместе с тем происходит дальнейшее снижение инвестиционных рисков. Крупные корпорации начинают проявлять интерес к инновационным компаниям в связи с тем, что хотят приобрести их не котирующиеся акции для того, чтобы освоить новую технологию и на этой основе обновить свое собственное производство.

Деятельность инновационной компании уже безубыточна и у нее появляются весьма значительные активы, и рынок воспринимает новую продукцию. В виду этого, венчурные фонды, венчурные фирмы, промышленно-финансовые группы проявляют готовность финансово сотрудничать. Даже осторожные коммерческие банки не отказываются выдавать инновационной компании кредиты под уже имеющийся у нее основной капитал.

Таким образом, чтобы получить финансирование на этой стадии компании уже не обязательно искать «азартного игрока». Потенциальные инвесторы, тем не менее, учитывают, что многие из инновационных фирм, имеющих хорошие показатели на стадии начального роста, в дальнейшем не всегда оказываются способными к устойчивому росту доходов и прибыли. Поэтому компании по-прежнему приходится затрачивать немало усилий, чтобы найти солидного инвестора на ранних этапах экономического развития.

Венчурные фирмы и фонды оказывают относительно слабую поддержку инновационным предприятиям в виду высоких накладных расходов при управлении малыми инвестициями. В этом случае, и оплата труда квалифицированных менеджеров, и арендная плата за помещения, и стоимость коммунальных услуг не зависит от доходности проекта. Другими словами, чем крупнее инвестиция, тем меньшую ее часть составляют непроизводственные расходы и, напротив, при небольших инвестициях иногда почти их пятая часть расходуется непроизводительно, а, следовательно, не может дать дополнительного дохода.

Полученные средства, безусловно, помогают компании наращивать производство продукции, а вместе с тем и увеличивать объемы продаж, что обеспечивает ей получение определенной прибыли. Но всего этого недостаточно для перехода к этапу устойчивого роста и расширения– требуется дополнительный финансовый приток для покрытия потребностей инновационной компании. Если такие источники у компании есть, то она вступает в период наращивания своей рентабельности.

Expansion (расширение). Представим основные количественные характеристики данного этапа:

1. 35–45% (вместе с третьей фазой) совокупного капитала венчурных фондов;
2. ожидаемый доход – от 20% до 30% годовых;
3. срок окупаемости – до 2–5 лет.

На этом этапе у инновационного предприятия уже достаточно получаемых от реализации, собственных средств для возобновления процесса производства. Однако их недостаточно для

расширения производства и увеличения объемов продаж. Поэтому и на этом этапе сохраняется потребность в венчурном финансировании и капитале. В виду стабильного положения компании и снижения инвестиционного риска появляется возможность получить банковские кредиты на более выгодных, чем дорогостоящие венчурные инвестиции условиях. Для банка эта операция не представляется особенно рисковой, так как финансовые потоки предприятия представляются совершенно прозрачными. В таком случае банк охотно дает кредит и отсрочку по прежним платежам.

Предприятие, используя хорошую сложившуюся репутацию, может привлекать средства не только прямо, но и косвенно, то есть за счет лизинга оборудования, покупки необходимого оборудования в рассрочку.

Однако если Совет директоров компании примет решение изменить стратегию развития инновационного предприятия, например, провести реструктуризацию, то организаций, желающих финансово поддерживать такую рискованную стратегию компании, станет меньше. Хотя на последующих этапах жизненного цикла инновационного предприятия реструктуризация может сделать его более привлекательным для стратегического покупателя.

На этом этапе начинается подготовка к акционированию. Этому способствуют следующие факты: относительно невысокий риск на данном этапе; значительный и ликвидный основной капитал компании; рост стоимости акций компании. Кроме этого, у венчурных капиталистов- инвесторов появляется реальная возможность с прибылью для себя постепенно или сразу продать свой пакет акций предприятия. Но в связи с этим возникает необходимость дополнительных расходов на эмиссию акций, регистрацию на фондовом или специализированном рынке, рекламу, презентации, дополнительный маркетинг, привлечение финансовых, налоговых, рекламных, биржевых консультантов и прочее.

> **МЕЗАНИННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ ПРЕДЛАГАЕТ КОМПАНИИ СРЕДСТВА ПОД ЗАЛОГ ЕЕ ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ПРОВЕДЕНИЯ ЭМИССИИ АКЦИЙ**

Помимо банковских кредитов на эти цели может быть использовано так называемое переходное финансирование, предназначенное для того, чтобы покрыть затраты, связанные с переходом частной закрытой акционерной компании в открытое акционерное общество.

Mezzanine (стабильность). Основные количественные характеристики данного этапа:

1. практически отсутствие финансовых рисков, рост прибылей;
2. ожидаемый доход – до 20–25% годовых;
3. венчурный капитал быстрой окупаемости и возврата (от нескольких месяцев до 1 года).

Мезанинное финансирование предлагает компании средства под залог ее ценных бумаг для проведения эмиссии акций. Инструменты мезанинного финансирования занимают промежуточную позицию между обыкновенными акциями и облигациями. В некоторых случаях это могут быть привилегированные акции, которые погашаются за счет резервов компании. Такое финансирование может оформляться как «субординированный долг», то есть облигациями с более низким статусом по сравнению с другими долговыми обязательствами эмитента. В случае банкротства эти ценные бумаги оплачиваются во вторую очередь. Облигационный займ может дополняться двумя условиями: во-первых, условием о варрантах, то есть о праве на покупку дополнительного

ЧТОБЫ БЫСТРО ВЕРНУТЬ ИНВЕСТИРОВАННЫЕ СРЕДСТВА ВЕНЧУРНОМУ КАПИТАЛИСТУ, ВЛАДЕЛЬЦЫ КОМПАНИИ ДОЛЖНЫ ЕЕ ПРОДАТЬ ИЛИ ВЫХОДИТЬ С АКЦИЯМИ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ФОНДОВУЮ БИРЖУ

количества ценных бумаг заемщика по фиксированной цене, а, во-вторых, условием о возможной конвертируемости облигаций в акции компании.

Обычно ценные бумаги по «субординированному долгу» имеют купоны с фиксированной процентной ставкой. Мезанинное финансирование по сравнению с вложениями в акционерный капитал предполагает регулярную выплату процентов, а также возвращение основной суммы долга, если она не была конвертирована в обыкновенные акции.

Эти виды финансирования позволяют инновационному предприятию осуществить переход к следующей стадии – стадии обеспечения ликвидности. Эффективное использование мезанинного финансирования, кредитов банков способствует повышению ликвидности активов компании, а, следовательно, и росту доходности акционерного капитала.

Exit. Liquidity stage (выход). Впервые инвесторы получают назад часть вложенных в компанию средств, а также часть оговоренной прибыли, на которую они рассчитывали, участвуя в создании новой компании. Однако прежде необходимо провести оценку ее реальной стоимости, а затем определить стоимость пакета акций, который принадлежит инвестору. Другими словами, оценка стоимости инновационной компании, является и условием подготовки к реализации этапа ликвидности компании и обязательным звеном для перехода к этапу выхода из инвестиции.

Процесс оценки стоимости компании должен осуществляться таким образом, чтобы удовлетворить все заинтересованные стороны, то есть и инвесторов, и менеджмент новой высокотехнологичной компании, и ее персонал.

На реальную стоимость такой компании влияют следующие факторы: имеющиеся у нее активы и их величина, количество продаваемых акций, отрасль промышленности, востребованность продукции рынком и другие. На основании многолетнего опыта, в зависимости от этапа развития компании, выработаны определенные принципы оценки.

Стоимость компании на начальном этапе ее становления складывается из трех составляющих:

1) из ценности идеи, на основании которой разработан проект и бизнес-план;

2) из опыта руководства компании;

3) из объема инвестиций.

Опытные венчурные капиталисты предпочитают отказываться от дивидендов, то есть выплаты своей доли от ежегодного распределения прибыли в зависимости от пакета акций. Венчурные капиталисты стремятся сразу получить всю прибыль при выходе из инвестиции. В то время, когда акции компании начинают котироваться на фондовой бирже или же, осуществляется продажа всей компании другому инвестору, период пребывания венчурного инвестора в компании, называемый «совместным проживанием с компанией» завершается.

Венчурные инвесторы-бизнесмены полагают, что инвестицию можно считать успешной, если норма прибыли за весь период времени превышает среднюю норму прибыли по соответствующей отрасли промышленности и средний банковский процент на капитал.

Выкуп инновационного высокотехнологичного предприятия предполагает, во-первых, покупку предприятия его менеджментом, во-вторых, – покупку менеджерами другой компании, начальным собственником, самой компанией, стратегическим инвестором, а также выход на открытый рынок (проведение IPO).

Итак, чтобы быстро вернуть инвестированные средства венчурному капиталисту, владельцы компании должны ее продать или выходить с акциями предприятия на фондовую биржу. В противном случае, если они не хотят или не могут этого сделать, то остается один выход – найти и заинтересовать серьезное инвестиционное учреждение (например, инвестиционный траст), способное провести рефинансирование или перекупить долю инвестора венчурного капитала, который ищет пути выхода из инвестиции. Это позволит предпринимателям, которые заинтересованы в венчурном капитале на долгий срок, продолжить управление компанией в соответствии с ранее разработанной стратегией развития без выхода на фондовую биржу или продажи новому владельцу.

Дополнительные инвестиции требуются для реализации любого варианта выхода из инвестиции. В виду того, что на этом этапе активы компании уже достаточно велики, а инвестиционный риск минимален, желающих купить компанию или приобрести ее акции достаточно много.

Венчурный капиталист в меньшей степени интересуется конкретным вариантом выхода из инвестиции— в большей степени для него важна величина прибыли, являющейся главной конечной целью инвестора. Поэтому из всех возможных вариантов выхода из инвестиции венчурный капиталист отдает предпочтение способу, который обеспечит ему максимальный финансовый результат.

СУЩЕСТВУЕТ ТЕСНЕЙШАЯ ЗАВИСИМОСТЬ СПОСОБА И ИСТОЧНИКА ФИНАНСИРОВАНИЯ ИННОВАЦИОННОГО ПРОЕКТА В СТАДИИ ЕГО, ОТ СУЩЕСТВУЮЩЕЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ, НАПРАВЛЕННОЙ НА ПОДДЕРЖКУ ВЕНЧУРНОЙ ИНДУСТРИИ

Таким образом, из описанного выше очевидно, что существует теснейшая зависимость способа и источника финансирования инновационного проекта от стадии его, от существующей инфраструктуры, направленной на поддержку венчурной индустрии. Поэтому усилия по поддержке государством создания и внедрения инноваций в экономику должны быть увязаны с созданием соответствующих правовых и инфраструктурных условий, направленных на те этапы развития инновационных проектов, которые в силу сложившихся обстоятельств имеют наибольшие проблемы в сравнении с мировой практикой.

Список литературы

1. *Оглоева Л.Н., Радиновский В.М.* Инновационная деятельность предприятия. М. 1997.

2. *Аньшин В.М., Филин С.А.* Менеджмент инвестиций и инноваций в малом и венчурном бизнесе. М., 2003.

3. *Каржаув А.Т., Фоломьев А.Н.* Национальная система венчурного инвестирования. М., 2006. с. 29.