

АНАЛИЗ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА ОСНОВЕ РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ

Э. В. КАРСЛЯН, Н. Ю. СИМОНЯНЦ

Понятие венчурного инвестирования. Существует множество определений того, что такое венчурное инвестирование, но все они так или иначе сводятся к его функциональной задаче: способствовать росту конкретного бизнеса путем предоставления определенной суммы денежных средств в обмен на долю в уставном капитале или некий пакет акций [1;3;4].

Венчурный капиталист, стоящий во главе фонда или компании, не вкладывает собственные средства в компании, акции которых он приобретает, т.е. является посредником между синдицированными (коллективными) инвесторами и предпринимателями. В этом заключается одна из самых принципиальных особенностей этого типа инвестирования. С одной стороны, венчурный капиталист самостоятельно принимает решение о выборе того или иного объекта для внесения инвестиций, участвует в работе совета директоров и всячески способствует росту и расширению бизнеса этой компании, с другой – окончательное решение о производстве инвестиций принимает инвестиционный комитет, представляющий интересы инвесторов. В конечном итоге получаемая венчурным инвестором прибыль принадлежит только инвесторам, а не ему лично. Он имеет право рассчитывать только на часть этой прибыли.

Так как для прибыльной реализации инвестиций, вложенных в венчурные предприятия, необходим выход новой высокотехнологичной компании на фондовый рынок для продажи акций, владелец вложенных в компанию средств интересуется не дивидендами, а приростом самого капитала. Обычно венчурные капиталисты, вкладывая средства в венчурные предприятия, хотят увеличить свой капитал не менее чем в 5-10 раз за 7 лет [3]. И весь этот период, вложенный в компанию венчурный капитал неликвиден, а реальная величина прибыли становится

известной только после выхода предприятия на фондовый рынок, когда инвесторы венчурного капитала получают доход за счет продажи своего пакета акций желающим за сумму, существенно превышающую объем первоначально вложенных в компанию средств.

Исходя из характера венчурного предпринимательства, практически любая инвестиция в любой этап развития новых компаний является высокорисковой финансовой операцией, степень риска которой в сочетании со смелостью и умением ждать, может быть компенсирована только высокой рентабельностью проинвестированной высокотехнологичной компании на поздних этапах ее развития.

И несмотря на то, что по своей природе венчурное инвестирование непременно связано с риском, именно чрезмерный риск финансирования неизвестной компании является самым существенным лимитирующим фактором для потенциального инвестора, раздумывающего, куда бы повыгодней вложить свободные деньги: купить акции нефтяной компании, вложить деньги в новую компанию, разрабатывающую технологию завтрашнего дня, что заведомо рискованно, или положить деньги в банк под пусть низкий, но гарантированный процент.

Поэтому вполне правомерен вывод: венчурное финансирование будет всегда привлекательно для тех, кто готов к высокой степени риска, начальной неликвидности активов компании и длительному «замораживанию» идеи в жизнь, удовлетворения новых потребностей общества и последующего негарантированного получения сверхприбылей.

Таким образом, венчурное инвестирование - это своеобразный вид инвестирования средств в новые высокотехнологичные компании для обеспечения их становления, роста и развития с целью получения прибыли в случае успешной реализации проекта. То есть это высокорисковое вкладывание частного капитала в высокотехнологичные малые компании, способные в перспективе производить пользующиеся высоким

спросом наукоемкие продукты или услуги. В этом контексте трактовка венчурного инвестирования с точки зрения реальных опционов является перспективной.

Типы реальных опционов. Исторически термин «реальные опционы» возник после того, как была разработана методология применения теории финансовых опционов Блэка-Шоулза к реальным активам [2;5]. Реальный опцион- это опцион, базовым активом по которому являются реальные активы: заводы, запасы нефти, машины, программное обеспечение, производственные инвестиции и т.д.

В узком смысле о реальных опционах говорят как о приложении теории финансовых опционов к реальным активам, рассматривая это как определение. В общем же случае реальные опционы являются объективно существующим универсальным управленческим процессом, эквивалентным понятию стратегии в ее динамике, которым необходимо научиться осознанно управлять. Если мы не замечаем реальные опционы, то мы не только теряем альтернативную прибыль, но и несем прямые издержки.

Для проектирования и анализа реальных опционов полезным являются несколько классификаций, а именно:

➤ **Классификация по предпринимаемому действию:**

- Последовательные инвестиции.
- Опцион роста.
- Опцион на прекращение.
- Ожидание и обучение.
- Варьирование объемами и разнообразием продукции.

➤ **Классификация по типу неопределенности:**

- Радужный опцион.

➤ **Комбинации опционов:**

- Опционы переключения.
- Составные опционы.

➤ **Классификация по стороне баланса:**

- Опционы, встроенные в активы.

- Опционы, встроенные в пассивы.
Прокомментируем кратко эти классификации.

Последовательные инвестиции представляют собой серию взаимосвязанных проектов, осуществляемых последовательно. При этом предполагается, что каждый предыдущий проект создает необходимую среду (внутреннюю и внешнюю) для проведения следующего. Решение о каждом следующем проекте обладает гибкостью: мы можем выбрать подходящий момент для его начала, а также можем навсегда отказаться от реализации. Важным примером последовательных инвестиций является одна из стратегий проникновения инвестиционной компании на новый для нее рынок. Вложение индивида в многоступенчатое образование (школа-университет-аспирантура) является другим примером последовательных инвестиций. Индивид может закончить образование на любой стадии и отложить поступление в аспирантуру.

Часто отдельно выделяют как специальный вид последовательных инвестиций проекты, называемые *стратегическими инвестициями* или *стратегическими опционами*. При этом имеются в виду проекты, которые не следует принимать по существующим методикам, т.е. имеющим нулевую или отрицательную чистую приведенную стоимость (NPV-Net Present Value). Конечно, такие проекты предполагают последующие, осуществление которых зависит от первоначального проекта и которые, как ожидается, будут уже прибыльны.

К стратегическим опционам примыкают так называемые *опционы роста*, где речь идет об инвестициях с целью входа на крайне непредсказуемый страновой или отраслевой рынок, где возможны сверхприбыли.

Опцион на прекращение проекта требует пояснения. Инвестор всегда может прекратить проект, смирившись с безвозвратными потерями. Опцион на прекращение означает проектирование стратегии так, чтобы ситуация была несимметричной: данной фирме проект не выгоден, но есть фирмы, для которых

этот проект или что-то связанное с ним (не нужен завод, но нужна земля, на которой он расположен) выгодны. В этом случае удастся спасти хотя бы часть капиталовложений.

Многочислены примеры *опционов ожидания и обучения*. *Варьирование объемом и разнообразием продукции*, как в большую, так и в меньшую сторону, является важной гибкостью, которую надо специально встраивать в технологию.

Радужным называется опцион, зависящий от нескольких видов неопределенности. Теоретически все опционы являются радужными, но всегда целесообразно постараться выделить основной вид неопределенности, влияющий на задачу.

Составным называется опцион, который имеет в качестве базисной неопределенности другой опцион. Если подходить к вопросу очень строго, то почти все опционы являются составными.

В заключение нельзя не упомянуть, что стратегия обычно разрабатывается как *портфель реальных опционов*. При этом в портфеле, как и полагается, используется идея диверсификации рисков. Различные реальные опционы соответствуют различным продуктовым линиям, технологиям (более общим образом – ключевым компетенциям компании и видам ресурсов), сегментам потребителей.

Структура венчурного инвестирования. Далее наше внимание фокусируется на шести аспектах процесса, которые использует венчурный капиталист при выборе и структурировании инвестиций, а именно: инвестиционная стратегия, поток инвестиционных возможностей, скрининг, эффективный менеджмент, оценивание и инвестиционная структура [2;5].

- **Инвестиционная стратегия.** Инвестиционная стратегия является сердцевиной венчурной фирмы. Стратегия фокусируется на инвестиционной деятельности в отношении отрасли, стадии разработки, размера финансирования и географического региона. Инвестиционная стратегия должна быть достаточно гибкой для того, чтобы воспользоваться преимуществом создан-

ных рынком возможностей. Имеются существенные факты, что при успешных инвестиционных решениях в условиях высокой неопределенности инвестиционная стратегия учитывает все эти факторы и может помочь снизить инвестиционные риски. Ключевым вопросом здесь является то, что изменят ли менеджеры свои инвестиционные стратегии при наличии реальных опционов, и как реальные опционы в конечном счете окажут воздействие на их поведение при принятии инвестиционных решений.

- **Поток инвестиционных возможностей.** Поток инвестиционных возможностей генерируется венчурной фирмой. Этот аспект является важным, поскольку благодаря этому происходит дифференцирование венчурных фирм. Маркетинговые усилия венчурных фирм для генерирования потоков инвестиционных возможностей обеспечивают их широким выбором возможностей инвестирования.

- **Скрининг.** Целью скрининга является эффективное фокусирование ресурсов венчурного капиталиста таким образом, чтобы он смог быстро идентифицировать возможности, понять факторы риска инвестиционной перспективы и оценить потенциал доходов. Скрининг обычно концентрируется на том, как деятельность фирмы соответствует общей стратегии, воспринимаемому потенциалу и источнику деятельности. Особое внимание должно быть уделено источникам, которые указывают на высокоэффективный опыт деятельности в прошлом.

- **Эффективный менеджмент.** Процесс эффективного менеджмента обеспечивает ясное понимание бизнес-модели и основных включенных факторов риска. Но наиболее важным является то, что эффективный менеджмент является началом взаимоотношений с командой менеджмента компании. Процесс эффективного менеджмента является сложным: он включает гибкость взаимоотношений с менеджментом компании, отзывы покупателей, анализ третьей стороны, личные рекомендации и правовые аспекты.

- **Оценивание.** На всем протяжении осуществления эффективного менеджмента процесс оценивания является предметом рассмотрения и обсуждения. Важными аспектами, влияющими на оценивание, являются, например, стадия развития компании, оценивание сравнимых отраслей, финансовая история компании, уровень ее роста и доходность.

- **Инвестиционная структура.** Инвестиционная структура создает основу для формулирования целей как для венчурного капиталиста, так и для предпринимателя. Инвестиционная структура должна создавать баланс между ожидаемой доходностью и предполагаемым риском посредством оценивания, инвестиционной гарантированности, договоренностей и взаимоотношений.

Заключение. Первостепенной проблемой для венчурных капиталистов является принятие ими инвестиционного решения. Менеджеры обращаются к новым подходам, которые акцентируют опционное мышление, управленческую гибкость и ресурсы гибкости.

Резюме. В данной статье обосновывается важность присутствия реальных опционов в ситуациях принятия инвестиционных решений, а также - каким образом реальные опционы влияют на инвестиционные решения венчурных капиталистов.

Ключевые понятия: *венчурный капитал, венчурное инвестирование, инвестиционная стратегия, реальные опционы, эффективный менеджмент.*

ЛИТЕРАТУРА

1. **Экономика** и право. Энциклопедический словарь Габлера /Под редакцией А. П. Горкина, Н. Л. Тумановой, Н. Н. Шаповаловой, Ю. Б. Якутина. – М.: Изд-во «Большая Российская Энциклопедия», 1998, 430с.
2. **Copeland, T., Antikarov, V.**(2003) Real Options, Thomson, 370 p.
3. **Hellmann, T., Puri, M.** (2000). The Interaction between Pro-

- duct Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital.- Review of Financial Studies 13(4):959-984. 146 p.
4. **Kaplan, S.N., Stromberg, P.** (2003) Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts- Review of Economic Studies Vol.70 pp. 281-315.
 5. **Trigeorgis, L.** (1996). Real Options: Managers Flexibility and Strategy in Resource Allocation. Cambridge, MA: MIT press, chapter 9.

Է. Վ. ՂԱՐՍԼՅԱՆ, Ն. Յու. ՄԻՄՈՆՅԱՆՑ

**ՎԵՆՉՈՒՐԱՅԻՆ ՆԵՐՂՐՄԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ
ԻՐԱԿԱՆ ՕՊՑԻՈՆՆԵՐԻ ՀԻՄԱՆ ՎՐԱ**

Ամփոփում

Հոդվածում արծարծվում է այն հարցը, թե ինչպես են իրականացվում վենչուրային կապիտալի ներդրումը և ֆինանսավորումը: Հիմնավորվում են վենչուրային կապիտալի ներդրման վերլուծության համար անհրաժեշտ կորպորատիվ ֆինանսների տեսության և իրական օպցիոնների մեթոդաբանական մոտեցումների կիրառելիությունն ու օգտավետությունը: Հետազոտվում է նաև ներդրումային որոշումների կայացման վարքագծի փոփոխությունն իրական օպցիոնների առկայության և բացակայության պայմաններում:

Առանցքային հասկացություններ. *վենչուրային կապիտալ, վենչուրային ներդրում, ներդրումային ռազմավարություն, իրական օպցիոններ, արդյունավետ կառավարում:*

E. V. KARSLIAN, N. Yu. SIMONYANTS

**VENTURE CAPITAL INVESTMENT ANALYSIS ON THE
BASIS OF REAL OPTIONS**

Summary

The aim of the article is to describe how venture capitalists make financing and investment decisions. The emphasis is on the methodological approach and the usefulness of corporate finance theory and real options in venture capital setting. This paper describes and illustrates a methodology to understand the behavior change of investment decision-making with and without the presence of real options.

Key concepts: *venture capital, venture investment, investment strategy, real options, effective management.*