

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ БЕЛАРУСЬ
Белорусский национальный технический университет

Кафедра «Транспортные системы и технологии»

В. Л. Шабека
А. Е. Басальга

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ
ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ СТАРТАПОВ:
ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА РАННЕГО
ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ**

Учебно-методическое пособие
для обучающихся по специальности 1-37 80 01 «Тракторы»

*Рекомендовано учебно-методическим объединением по образованию
в области транспорта и транспортной деятельности*

Минск
БНТУ
2022

УДК 330;322;65(075.8)

ББК 65.263,290я7

Ш12

Р е ц е н з е н т ы:

кафедра «Организация производства и экономики недвижимости»
Белорусского государственного технологического университета
(зав. кафедрой, канд. экон. наук, доцент *Е. В. Россоха*);
первый заместитель председателя Государственного комитета
по науке и технологиям Республики Беларусь,
канд. экон. наук, доцент *А. А. Косовский*;
директор Белорусского инновационного фонда,
канд. экон. наук, доцент *Д. Л. Коржицкий*

Шабека, В. Л.

Ш12 Инвестиционная привлекательность технологических стартапов: теория и практика раннего венчурного финансирования : учебно-методическое пособие для обучающихся по специальности 1-37 80 01 «Тракторы» / В. Л. Шабека, А. Е. Басальга. – Минск : БНТУ, 2022. – 82 с.

ISBN 978-985-583-778-8.

Описана процедура и процессы венчурного финансирования технологических стартапов на примере раннего венчурного фонда. Обобщен отечественный и международный опыт и предложены критерии для характеристики их инвестиционной привлекательности. Отмечены отличия инновационного технологического предпринимательства и корпоративного бизнеса.

Предназначено для магистрантов и аспирантов ВУЗов, технологических предпринимателей, инвестиционных аналитиков, инвестиционных менеджеров и инвестиционных директоров управляющих компаний VC, а также членов инвестиционных комитетов и консультативных советов фондов венчурного и прямого инвестирования.

УДК 330;322;65(075.8)

ББК 65.263,290я7

ISBN 978-985-583-778-8

© Шабека В. Л., Басальга А. Е., 2022

© Белорусский национальный
технический университет, 2022

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие.....	4
Введение.....	6
Благодарности / подзякі	11
1. К вопросу об инвестиционной привлекательности инновационных технологических стартап-проектов. Составляющие актуальности.....	12
2. Теоретические подходы к оценке инвестиционной привлекательности стартапов.....	14
2.1. Сравнительный анализ характеристики инвестиционной привлекательности в банкинге и венчурном инвестировании.....	14
2.2. Роль и место Венчурного фонда в зависимости от стадий развития инновационного технологического стартапа.....	17
3. Оценка инвестиционной привлекательности стартапов в рамках этапов инвестиционного процесса венчурного фонда (на примере RBF Ventures)	24
3.1. Анализ структуры и содержания (этапы) инвестиционного процесса венчурного фонда.....	24
3.2. Сравнительный анализ критериев в рамках этапов инвестиционного процесса венчурного фонда.....	33
4. Методические рекомендации для оценки (качественной и количественной характеристики) инвестиционной привлекательности стартапов для различных этапов инвестиционного процесса венчурного фонда (на примере RBF Ventures)	40
4.1. Методические рекомендации для первого этапа инвестиционного процесса (рабочая группа) венчурного фонда	40
4.2. Методические рекомендации для второго этапа инвестиционного процесса (первый Инвестиционный комитет) венчурного фонда.....	43
4.3. Методические рекомендации для третьего этапа инвестиционного процесса (второй Инвестиционный комитет) венчурного фонда.....	72
Выводы и заключение.....	75
Литература	80

ПРЕДИСЛОВИЕ

Авторы этого учебно-методического пособия изучили уже разработанную и доступную теорию вопроса, а также как мировую практику, так и специфику Восточной Европы. Непосредственно как изнутри, так и с наружи изучен опыт функционирования первого для Беларуси венчурного фонда с государственным участием – Инвестиционного товарищества «Российско-белорусский фонд венчурных инвестиций» (RBF Ventures, <https://rbf.vc/>). Были найдены аргументы «за» создание «рoвар.vc». Хотя бы то, что некоторые «компоненты и части» инвестиционного процесса в VC-индустрии являются элементами «внутренней кухни» венчурного капитализма, закрытыми соглашениями о неразглашении (NDA) и лишь частично приоткрытыми выдержками, цитатами из инвестиционных меморандумов в рекламных постерах и на сайтах инвестиционных организаций.

Следует также указать, что на результаты любого исследования и реализуемые в нем подходы значимое влияние, конечно, оказывает бэкграунд людей его осуществляющих. В данном случае образовался «сплав» из «технократического», «экономического» и «правового» авторских компонентов, который, с одной стороны, обеспечивает реализацию поставленной цели – унификацию, достижение конкретного единообразия оценки / характеристики инвестиционной привлекательности на всех этапах инвестиционного раунда зарождающегося, встающего на ноги инновационного технологического бизнеса –, а с другой стороны несколько «отягощен» определенной академичностью, не всегда характерной для хотя и сравнительно молодой, но уже достаточно динамичной белорусской стартап-экосистемы.

Вместе с тем в оригинальности подхода, наблюдательности и скрупулезности реализованному исследованию не откажешь, как и в его очевидной практической ориентации и ценности.

Можно дискутировать об актуальности представляемых авторами результатов специфически для венчурного фонда «с государственным участием» (учредитель RBF Venture с белорусской стороны – Белинфонд, т. е. подведомственная организация Госкомитета по науке и технологиям Республики Беларусь), миссия которого как «регулятора» рынка состоит не только и не столько в совершении венчурных сделок с выходами в пХ-ов прибыли, сколько в создании предпосылок для совершения таких сделок отечественными техноло-

гическими предпринимателями с «настоящими», «полностью коммерчески ориентированными» частными международными фондами, управляющими компаниями таких фондов, возможно способными дать нашим технологическим предпринимателям еще более мощный профессиональный и предпринимательский нетворкинг, содействовать международному масштабированию или «войти в долю» на еще более выгодных для технологического предпринимателя условиях... Хотя КРІ от Совмина Республики Беларуси есть и для RBF Ventures.

Вместе с тем, следует признать, что «философию» и «дух» венчурного предпринимательства авторы пособия раскрыли, ограничив его «рамой» строгого научного подхода к рассматриваемому вопросу, с учетом имевшихся в их распоряжении возможностей и текущих условий правового учета в сфере отечественного венчурного предпринимательства. Надо сказать, что есть вероятность позитивного изменения этих условий, в том числе и за счет внедрения в практику предлагаемых в пособии разработок. Поощрения также заслуживает аккуратное привлечение опыта функционирования венчурной индустрии в Восточной Европе, предложения по его интеграции в белорусскую практику.

Считаем, что отличия инвестиционной привлекательности корпоративного бизнеса от инновационного технологического предпринимательства нашли отражение в разработанном и апробированном авторами методическом механизме. Специфика венчурного инвестирования учтена.

В этой связи, выражаем уверенность, что этот труд достоин внимания и времени, вечно бегущих от фандайзинга к хардворкингу и опять к очередному раунду фандрайзинга молодых и не очень белорусских предпринимателей, бизнес-ангелов и частных инвесторов, инвестиционных аналитиков, инвестиционных менеджеров, инвестиционных директоров, управляющих компаний фондов, а также членов инвестиционных комитетов, консультативных советов белорусских и зарубежных венчурных и фондов прямого инвестирования.

С пожеланиями авторам не останавливаться на достигнутом

Директор Белорусского инновационного фонда,
член Инвест-комитета RBF Ventures, к.э.н.

Д. Л. Коржицкий

ВВЕДЕНИЕ

Мировой опыт развития сферы венчурного инвестирования свидетельствует об особой роли государства для становления такого института как венчурное и прямое инвестирование в инновационные стартап-проекты. В Республике Беларусь для этой цели учрежден Белорусский инновационный фонд (далее БИФ) в качестве подведомственной организации Государственного комитета по науке и технологиям. Законодательством закреплено право долевого участия БИФ за счет выделяемых ему средств республиканского бюджета в финансировании венчурных проектов совместно с российским субъектом. При этом на такие правоотношения не распространяются правила белорусского законодательства, устанавливающие порядок финансирования проектов в Республике Беларусь.

Названное право БИФ реализовано в 2016 году. БИФ (50 % инвестиций), Российская венчурная компания (49 %) и Инфрафонд РВК (1 %) учредили в условиях российской юрисдикции Инвестиционное товарищество «Российско-белорусский фонд венчурных инвестиций» (далее RBF Ventures или Фонд), который, по сути, является первым отечественным (для Беларуси) венчурным фондом «с государственным участием», ориентированным на финансирование белорусских стартапов, и также является институтом стимулирования и проводником государственной политики, инструментом «мягкого» регулирования индустрии венчурного финансирования в Республике Беларусь в лице Госкомитета по науке и технологий Республики Беларусь. Управляющими партнерами RBF Ventures являются БИФ и Инфрафонд РВК.

Справочно: Инвестиционное товарищество «Российско-белорусский фонд венчурных инвестиций» (RBF Ventures) сформирован как инвестиционное товарищество в декабре 2016 года в юрисдикции Российской Федерации. Инвесторы фонда – Белорусский инновационный фонд, Российская венчурная компания и Инфрафонд РВК. Целевой размер – 1,4 млрд российских рублей. Инвестиции осуществляются в российские и белорусские проекты двух стадий: до 25 млн рублей в проекты ранней венчурной стадии (посевной раунд) и до 150 млн российских рублей в компании, находящиеся в стадии роста (раунд «А»).

В портфеле фонда на сегодня 4 компании в индустрии IT, Edtech, AgroTech, Fintech. Из них три российских проекта (APIBank /

«Цифровые банковские платформы», CINEMOOD / МУЛЬТиКУ-БИК, АгроДронГрупп) и один белорусский (RocketData.io), однако во всех случаях заложены условия «белорусского» угла, т. е. создание экономического эффекта для национальной экономики Республики Беларусь за счет реализации наукоемких инновационных стартапов. Белорусский проект RocketData стал первым инвестиционным проектом «Российско-белорусского фонда венчурных инвестиций» в Республике Беларусь. На seed раунде фонд проинвестировал в компанию более 25 млн российских рублей [1].

С учетом отмеченного, научно-практическая актуальность вопроса характеристики *инвестиционной привлекательности и инновационных, технологических предпринимательских проектов* следует из особого статуса RBF Ventures, который, как отмечено выше, фактически является *институтом государственного регулирования*, инструментом *мягкого влияния* в рассматриваемой области, на практике апробирует механизмы венчурного инвестирования в Республике Беларусь, привлекает и адаптирует российский и международный опыт и практику.

При этом, надо признать, что для нашего государства участие в финансировании стартапов посредством механизмов венчурного инвестирования пока является сравнительно новым видом экономической деятельности и направлением предпринимательства. Реализация совместного проекта с российским партнером может позволить изучить уже накопленный опыт российской стороны, а также опыт участников рынка венчурного инвестирования других стран.

В контексте отмеченного представляется, что практика работы в рамках RBF Ventures помимо непосредственно деятельности по венчурному финансированию стартапов должна содействовать:

- выработке предложений по совершенствованию нормативного правового регулирования сферы венчурного инвестирования;
- методологическому обеспечению деятельности по венчурному инвестированию;
- создание национальной школы и профильной академической среды;
- формированию национального кадрового потенциала.

Рассматриваемая ситуация и тема этого учебно-методического пособия актуальны в контексте их конструктивной ориентации на совершенствование практико-ориентированного методического обеспечения по оценке (качественной и количественной характеристике)

инвестиционной привлекательности стартап-проектов со стороны венчурных фондов. По своему характеру рассматриваемая тема и текущая ситуация в отечественной продолжающей формироваться венчурной индустрии во многом носит методологический характер, но ориентирована на разрешение вполне прикладных задач.

Следует отметить, что детализированные правила, методические рекомендации оценки инвестиционной привлекательности стартапов в каждом конкретном фонде носят, как правило, конфиденциальный характер, рассматриваются как объект интеллектуальной собственности венчурного фонда и редко встречаются в открытых источниках с раскрытием в полном объеме. В национальной правовой системе Республики Беларусь нормативное регулирование вопросов *оценки инвестиционной привлекательности* специфически для стартап-проектов в каком-либо виде пока не закреплено. При этом правила как качественной, так и количественной характеристики инвестиционной привлекательности (пусть даже в форме рекомендаций) на текущий момент пока не формализованы для отечественной практики на локальном уровне в рамках RBF Ventures тоже.

Хотя отметим, что среди реальных практиков не редко встречается мнение о невозможности формализации бизнес-процессов в венчурной индустрии в виду самой сути динамичной деятельности венчурного фонда, предполагающей молниеносную реакцию инвест-аналитиков, инвестиционных менеджеров и директора на инвестиционной стадии реализации сделки (входа в проект). Понимая предпосылки к тому отмечаем, что прежде всего речь не идет о введении неких обязывающих *формальных бюрократических* процедур со стороны регулятора, а о разработке конкретных и четких методических рекомендаций, *инструкций рекомендательного характера*, предназначенных для *унификации* подходов и действий, способов единообразного мышления как вовлеченных в инвестиционный процесс специалистов Фонда, так и непосредственно создателей инвестиционного стартапа (потенциальной портфельной компании).

Идею *предельно четкого* содержания бизнес-процессов на примере фонда прямых инвестиций и их портфельных компаний также популяризируют команда отечественного фонда «Зубр Капитал» и его CEO, известный белорусский предприниматель Олег Хусаенов в рамках реализованного ими образовательного проекта «Все компании счастливы одинаково».

Таким образом, указанное также подтверждает актуальность затронутой проблемы как в контексте развития национальной стартап-экосистемы, так и для развития национальной школы венчурного и прямого инвестирования с практикой, ориентированной на глобальные тенденции, что должно определить цель для исследовательской активности такого рода, задаваемые для разработки и внедрения задачи, объект и предмет исследований специалистов.

Отсюда следует реализованная авторами *цель* – разработка методических рекомендаций для совершенствования комплексной оценки (качественной и количественной характеристики) инвестиционной привлекательности инновационных технологических стартап-проектов (в том числе на примере формирующихся в практике RBF Ventures, бизнес-процессов) и ознакомление с ними целевой группы читателей.

Как *объект изучения* определялись отношения по инвестированию венчурными фондами в стартап-проекты, а в качестве *предмета изучения* устанавливаются методические аспекты оценки (качественной и количественной характеристики) инвестиционной привлекательности при рассмотрении RBF Ventures инновационных стартап-проектов с целью совершенствования системы отбора проектов стартапов для воронки инвестирования (пайп-лайн).

В качестве инструментария изучения авторы видят общенаучные методы: анализ, абстрагирование, индукция, обобщение, прогнозирование, а также использование эмпирических методов, среди которых наблюдение и описание.

Получение акта внедрения результатов проведенного авторами пособия исследования от БИФ, как управляющего товарища RBF Ventures, подтверждает возможность использования выполненных методических наработок на практике для скрининга инновационных стартап-проектов.

Авторы учебно-методического пособия подтверждают, что публикуемый материал объективно отражает состояние исследуемого процесса, а заимствованные из литературы теоретические и методологические положения сопровождаются ссылками на их авторов и соответствующими комментариями.

Среди актуальных для изучения задач авторы видят:

– определить теоретические подходы к специфике оценки инвестиционной привлекательности *при раннем венчурном* финансировании

в сравнении с оценкой инвестиционной привлекательности в банкинге;

– установление общих подходов к критериям оценки инвестиционной привлекательности стартап-проектов на различных этапах их развития, в том числе применительно к различным сферам отношений, на различных этапах инвестиционного процесса для венчурного фонда;

– описание организационной структуры рассмотрения (характеристики) стартапов на примере и в рамках RBF Ventures с предложением подходов к количеству критериев оценки проектов на различных стадиях инвестиционного процесса;

– установление (анализ и описание, по возможности количественная характеристика) «максимального» состояния / значения предложенных критериев и итогового интегрального показателя как базовых элементов методических рекомендаций по *оценке инвестиционной привлекательности инновационных технологических стартап-проектов для нужд раннего венчурного финансирования*;

– определение удельного веса каждого из критериев в общей шкале значений критериев оценки инвестиционной привлекательности на основе имеющихся в распоряжении авторов ресурсов;

– выработка детализированных предложений значений шкал для критериев оценки инвестиционной привлекательности стартапов.

Практическая значимость рассматриваемой в учебном пособии темы, по мнению авторов, позволит повысить эффективность функционирования Фонда / венчурных фондов и фондов прямых инвестиций в целом за счет выработки четких единообразных инструкций по реализации бизнес-процессов, учитывая специфику венчурных фондов, а также надежность осуществляемых входов RBF Ventures в инновационные стартап-проекты за счет применения единых научно-обоснованных и практико-ориентированных методических рекомендаций для такой оценки. Закрепление единой методики оценки инвестиционной привлекательности стартап-проектов в практике Фонда позволит повысить уровень организации проводимой работы RBF Ventures. Применение единых подходов видится важным также с точки зрения формирования положительного имиджа в стартап сообществе. С точки зрения развития национального сегмента венчурного инвестирования в Республике Беларусь, опыт работы в рамках RBF Ventures является значимым, в том числе в части пополнения национального кадрового потенциала, создания и выхода на рынок новых субъектов, национальных корпораций.

Благодарности / Падзякі

Аўтары *выказваюць шчырую ўдзячнасць* за дапамогу, а таксама наданыя нам натхненне і ўпэўненасць загадчыку кафедры дзяржаўнай эканамічнай палітыкі Акадэміі кіравання пры Прэзідэнце Рэспублікі Беларусь Шчэпаву Уладзіславу Аляксандравічу, дырэктару Белінфонду Каржыцкаму Дзянісу Леанідавічу, доктару тэхнічных навук Капскаму Дзянісу Васільевічу, члену праўлення Беларускай асацыяцыі бізнес-ангелаў Angels Band Кулічкіну Антону Сяргеевічу, загадчыку кафедры арганізацыі вытворчасці і эканомікі нерухомасці БДТУ Рассоха Яўгену Вячаслававічу, інвестыцыйнаму дырэктару RBF Ventures Юранаву Андрэю Уладзіміравічу, інвестыцыйнаму аналітыку RBF Ventures Месаедавай Юліі Рыгораўне, члену інвестыцыйнага камітэта RBF Ventures Сцяпанаву Андрэю Уладзіміравічу (асобна за «паскарэнне»), інвестыцыйнаму дырэктару Пастарнак Алексею, прафесару Старжынскаму Валерыю Паўлавічу, усяму творчаму калектыву Белінфонду, доктару эканамічных навук Шуміліну Аляксандру Генадзевічу і, вядома, нашым бацькам і сем'ям.

Авторы *выражают искреннюю признательность* за оказанную помощь, а также переданные нам вдохновение и уверенность заведующему кафедрой государственной экономической политики Академии управления при Президенте Республики Беларусь Щепову Владиславу Александровичу, директору Белинфонда Коржицкому Денису Леонидовичу, первому заместителю председателя ГКНТ Беларуси Косовскому Андрею Аркадьевичу, доктору технических наук Капскому Денису Васильевичу, члену правления Белорусской ассоциации бизнес-ангелов Angels Band Куличкину Антону Сергеевичу, заведующему кафедрой организации производства и экономики недвижимости БГТУ Рассоха Евгению Вячеславовичу, инвестиционному директору RBF Ventures Юранову Андрею Владимировичу, инвестиционному аналитику RBF Ventures Месоедовой Юлии Григорьевне, члену инвестиционного комитета RBF Ventures Степанову Андрею Владимировичу (отдельно за «ускорение»), инвестиционному директору Пастернак Алексею, профессору Старжинскому Валерию Павловичу, всему творческому коллективу Белинфонда, доктору экономических наук Шумилину Александру Геннадьевичу и, конечно, нашим родителям, семьям.

1. К ВОПРОСУ ОБ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ИННОВАЦИОННЫХ ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ СТАРТАП-ПРОЕКТОВ. СОСТАВЛЯЮЩИЕ АКТУАЛЬНОСТИ

Надо признать, что тема оценки (качественной и количественной) инвестиционной привлекательности инновационных технологических стартап-проектов с точки зрения разработки методических подходов к выбору проектов для инвестирования со стороны венчурных фондов в научной доктрине на сегодняшний день активно дискутируется (чем также подтверждается ее текущая актуальность), в том числе и в белорусском профессиональном сообществе, но все же не разработана окончательно.

Принимая во внимание, что институт венчурного инвестирования возник в 50-ые годы двадцатого века в США, доктринальное осмысление рассматриваемой сферы осуществлялось силами в основном американских ученых, например, С. Каплан, П. Гомперс, Д. Хал, Л. Макмиллан и другие [2–6]. С начала 90-ых годов прошлого столетия представители Европы, например, Д. Клоновски, Д. Музыка [7; 8], также стали вносить значимый вклад в изучение проблематики принятия решений венчурными капиталистами.

На пространстве стран СНГ и, в частности, в Беларуси проблематика венчурного инвестирования освещается достаточно глубоко (Л.Н. Нехорошева, О.Ф. Малашенкова, Л.М. Лапицкая, Д.И. Степаненко, И.С. Благуш, Т.Н. Кузьминич, И.В. Марахина, В.П. Стражинский, В.Л. Клюня и многие другие), однако именно вопрос определения критериев при выборе стартапов для финансирования среди отечественных теоретиков и практиков исследуется скорее фрагментарно, хотя в популярном формате профильными электронными ресурсами на постсоветском пространстве затрагивается и освещается достаточно регулярно и активно [11–15].

С точки зрения инвестиционного процесса среди ученых уже практически имеется консенсус относительно его стадийности. Вместе с тем, изучение различных источников показало отсутствие единого понимания как количества стадий оценки, так и их содержания у практиков из венчурных фондов, а также и фондов прямых инвестиций [16; 17; 18].

Следует отметить, что научные работы посвященные механизму принятия решений венчурными капиталистами основываются на исследованиях, в том числе опросах, анкетировании венчурных фондов. На их основе рядом авторов (С. Каплан [2], Д. Музыка [8], Ф. Айсель [10]) предложены отдельные списки критериев для оценки инвестиционной привлекательности. При этом изучение источников показало наличие существенно различающихся наборов критериев.

Анализ доктринальных подходов выявил отдельные теоретические споры по рассматриваемой проблематике. Так, вопросом макроуровня видится полемика о том, что процесс отбора носит в большей мере субъективный характер или может быть закреплён в виде механизма, в котором минимизируется субъективная сторона оценки. Авторам этого пособия в этой полемике близка позиция о важности уменьшения субъективной составляющей, занимаемая Д. Колоновски.

Одним из ключевых доктринальных споров, по которому высказалось большинство авторов, является вопрос о том, что является более важным при принятии инвестором решения – команда проекта или идея (продукт) стартапа.

Таким образом, с учетом ранее сформулированных доводов и предпосылок, авторами обоснована необходимость разработки механизмов, позволяющих корректировать значение отдельных критериев, составляющих инвестиционной привлекательности инновационных проектов в зависимости от сферы стартап-проекта и учитывая этап инвестиционного процесса.

В предлагаемом читателю материале будут раскрыты теоретические и практические составляющие, отечественный и зарубежный опыт на примере одного из вероятно ключевых и с особой, «регуляторной» ролью операторов на белорусском рынке венчурного финансирования.

2. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СТАРТАПОВ

2.1. Сравнительный анализ характеристики инвестиционной привлекательности в банкинге и венчурном инвестировании

В рамках этого учебно-методического пособия вопросы инвестиционной привлекательности в банкинге и венчурном инвестировании рассматриваются соответственно с точки зрения принятия решения о выдаче кредита (в банкинге), об инвестировании в конкретный стартап, то есть в части отбора проектов для инвестирования.

Инвестиционная привлекательность субъектов хозяйствования как объекта кредитования банками принято называть кредитоспособностью.

Ядром многочисленных определений термина кредитоспособность является способность заемщика погашать взятые обязательства. В упрощенном виде кредитоспособность – это возможность экономических субъектов рыночной экономики своевременно и в полном объеме рассчитываться по своим краткосрочным и долгосрочным обязательствам в связи с неизбежной необходимостью погашения кредита [18, с. 350]. Кредитоспособность субъекта хозяйствования определяется в ходе процедуры оценки кредитоспособности заемщика, предусматривающей применение определенной методики последовательных действий, закрепленной в регламенте банка.

В рамках процедуры оценки кредитоспособности заемщика определяются ответы на следующие вопросы: захочет ли заемщик выполнить обязательства, если будет в состоянии это сделать; сможет ли заемщик возратить долг, если захочет; можно ли как-то принудить заемщика к исполнению обязательств в случае, если он не захочет этого сделать [19, с. 204].

Банки используют различные системы анализа кредитоспособности. Согласно мировому опыту различают три основных способа моделирования уровня кредитоспособности заемщика: 1) модели, основанные на статистических моделях (методах) оценки; 2) модели ограниченной экспертной оценки; 3) модели непосредственно экспертной оценки [20, с. 68]. На практике названные модели применяются комбинированно.

Статистические модели оценки кредитоспособности представляют собой процесс присвоения кредитного рейтинга исключительно на основе количественного, статистического анализа. Модели ограниченной экспертной оценки основаны на применении статистических методов с последующей корректировкой на основании неких качественных параметров. В рамках моделей непосредственно экспертной оценки экономисты разрабатывают финансовые коэффициенты, но значения интерпретируются экспертами.

Согласно иной классификации, подходы к оценке кредитоспособности делятся на: классификационные (рейтинговые и прогнозные); модели на основе комплексного анализа [21, с. 18].

Прогнозные модели позволяют дифференцировать заемщиков в зависимости от вероятности банкротства; рейтинговые – в зависимости от их категории, устанавливаемой с помощью группы рассчитываемых финансовых коэффициентов и присваиваемых им уровней значимости. Агрегировать количественные и качественные характеристики заемщика позволяют модели комплексного анализа, среди которых правило «шести Си», CAMPARI, PARTS. Названные модели оценивают не только количественные финансовые показатели, а также иную информацию [19, с. 205].

Стартап как объект инвестирования обладает определенной спецификой, поэтому к оценке его инвестиционной привлекательности должны применяться иные подходы. Предлагается определить названную специфику на основании анализа теоретических подходов к терминам венчурные инвестиции и стартап.

Национальная ассоциация венчурного инвестирования США под венчурными инвестициями понимает сегмент инвестирования, нацеленный на новые компании с высоким потенциалом роста в условиях высокого уровня риска [22]. Согласно Российской ассоциации венчурного инвестирования венчурное инвестирование – инвестиции в особо рискованные проекты [23]. Британская ассоциация прямых и венчурных инвестиций под венчурными инвестициями понимает инвестирование в инновационные компании на ранней стадии с высоким потенциалом роста [24]. Китайская ассоциация венчурного капитала под венчурными инвестициями понимает средства, предоставленные профессионалами, которые инвестируют в новые, быстро растущие компании, которые обладают потенциалом внести значимый вклад в экономику [25].

Справочно: На момент подготовки материала (2020–2021 гг.) в Беларуси отсутствуют ассоциации, объединяющие профессиональных участников рынка венчурного финансирования и прямых инвестиций, как и национальные стандарты и другие нормативно-методические материалы для осуществления этого вида деятельности, ассоциированные со сложившейся международной практикой. Вместе с тем на рынке осуществляют деятельность белорусская сеть бизнес-ангелов, несколько акселераторов, фондов венчурного финансирования и прямых инвестиций.

Венчурное инвестирование определяется как встроенный в экономику механизм отбора инновационных проектов научных исследований, прикладных разработок и инновационной деятельности [26, с. 54]. Венчурное инвестирование может рассматриваться как бизнес инвестирование в предпринимательство в ситуациях наличия не решенной проблемы и наличия предпринимателя, способного решить эту проблему. Венчурное финансирование потенциально обеспечивает возможность получения принципиально нового и конкурентоспособного продукта [27, с. 18].

Среди определений термина «стартап» акцент может делаться на то, что стартап – это субъект хозяйствования на различных начальных этапах своего развития. В таком понимании стартап – это компания, находящаяся на начальных этапах своего развития, либо находящаяся на организационной стадии, либо уже ведущая короткое время свой бизнес, но еще не продавшая свой продукт [23]. Согласно другому подходу акцент делается на новизне продукта, а также на условия, в которых ведется бизнес. В таком понимании стартап – это впервые создаваемая организация, которая занимается разработкой новых товаров или услуг в условиях *чрезвычайной* неопределенности [28, с. 37]. Поскольку в основе любого стартапа находится идея, то стартап можно определить как катализатор превращения идеи в товар [28, с. 75]. В таком понимании стартап может быть рассмотрен как особая форма развития с новыми способами вывода продукта на рынок, его распространения.

Комплексный анализ характеристик определений терминов «венчурные инвестиции» и «стартап» позволяет выявить основные элементы стартапа, которые подлежат оценке: команда, идея, товар, стратегия выхода на рынок. При этом необходимо учитывать интерес инвестора, который заключается в отборе стартапов, которые

обладают значительным потенциалом для роста и позволят многократно окупить свои инвестиции.

Стартап будет иметь интерес для инвесторов при наличии следующих условий: 1) профессиональная команда; 2) наличие конкурентных преимуществ; 3) баланс предложения по прибыли, сроку вложения инвестиций и риску; 4) наличие возможности выйти из инвестиций через несколько лет [29, с. 17].

Полагаем, что аспект новизны стартапа, который зачастую заключается в инновационности товара или услуги, во многом обуславливает неопределенность как среду развития стартапа и венчурного инвестирования. Сочетание новизны с фактором неопределенности влечет необходимость применения особых механизмов финансирования и методологии их применения.

Таким образом, главным отличием оценки инвестиционной привлекательности стартапов от оценки кредитоспособности в банке является отсутствие операционной истории (или незначительная история) оцениваемого субъекта, что делает невозможным анализ истории его хозяйственной деятельности. Более весомую роль при оценке получают внутренние факторы, такие как инновационный потенциал, кадровый потенциал. Фактически в случае со стартапами оценке подлежит не сам стартап, а потенциал его развития. Одновременно, предложенный тезис свидетельствует о значительной субъективности оценки инвестиционной привлекательности стартапов, что во многом делает ее схожей с подходами, применяемыми в банке.

Отдельно следует отметить, что правила оценки кредитоспособности в банке закреплены в правилах соответствующего банка, то есть являются обязательными для применения. Полагаем, что успешный опыт осуществления оценки кредитоспособности в банке позволяет сделать вывод о целесообразности формализации правил оценки инвестиционной привлекательности стартапов в конкретной инвестиционной организации.

2.2. Роль и место Венчурного фонда в зависимости от стадий развития инновационного технологического стартапа

В индустрии венчурных инвестиций является общепризнанным разделением процесса роста и развития стартапа на стадии [29, с. 22]. *Условным стадиям* соответствуют определенные диапазоны

инвестиций, привлекаемые на той или иной стадии, а также различные субъекты инвестирования и набор конкретных достижений у самого стартапа. Следует отметить, что стадии при этом могут иметь различные субъектные и финансовые показатели и могут изменяться в зависимости от сферы стартапа, страны создания стартапа, состояния в отрасли. Существуют различные классификации стадий венчурного инвестирования. Авторы предлагают рассмотреть институт венчурного инвестирования с точки зрения его стадийности, количественных и качественных показателей в соответствии со следующей классификацией стадий: посевная; начальная; ранний рост; расширение; поздняя стадия [5, с. 15].

Прежде чем рассмотреть специфику инвестирования субъектами, включая порядок принятия решений, представляется важным изучить общие подходы к стадиям финансирования с целью определения стадий, для которых характерны те или иные инвесторы.

На *посевной стадии* имеется бизнес-идея, происходит формирование компании, создание управленческой команды, проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ и создание опытных образцов, маркетинговые исследования. Обеспечивается выработка концепции бизнеса. На такой стадии привлекается до 1 млн долларов США в мировой практике (в странах СНГ, как правило, от 1 тыс. долларов США до нескольких сотен тыс. долларов США).

На *начальной стадии* компания сформирована. Имеются опытные образцы, ведется организация серийного производства и работы по выводу продукции на рынок, обеспечивается начало производства. На такой стадии привлекается, как правило, не более 5 млн долларов США (в странах СНГ, как правило, от десятков тысяч долларов США до 1 млн долларов США).

В ходе *стадии раннего роста* обеспечивается выпуск и коммерческая реализация готовой продукции. Обеспечивается постепенный выход на безубыточность. Привлекается, как правило, не более 10 млн долларов США (в странах СНГ, как правило, от десятков тысяч долларов США до нескольких млн долларов США).

На *стадии расширения* обеспечивается занятие компанией определенных позиций на рынке, выход на устойчивую прибыльность от основного бизнеса, расширение производства и сбыта, проведение дополнительных маркетинговых исследований, увеличение

основных фондов и объема оборотных средств. Привлекается более 10 млн долларов США.

Для *поздней стадии* характерны прочные позиции на целевых рынках, устойчивая прибыльность. Объем финансирования, требуемого для привлечения, зависит от потребностей компании [30, с. 22].

Из анализа указанных условных стадий следует, что наибольший уровень неопределенности (риска) имеется на посевной, начальной стадиях, а также стадии раннего роста. Именно данные стадии являются этапами, для которых более характерно применение *конкретно* института венчурных инвестиций. Более поздние стадии развития компании предполагают существенно меньшие риски при значительно более крупных объемах инвестирования. Это позволяет привлекать в подобные проекты существенно большее число инвесторов (в том числе консервативных и институциональных – пенсионные фонды, страховые компании, банки), чем в сектор венчурных инвестиций.

Уровень неопределенности и объем финансирования на различных этапах развития стартапов являются факторами, которые формируют подходы к субъектам инвестирования (рис. 2.1).

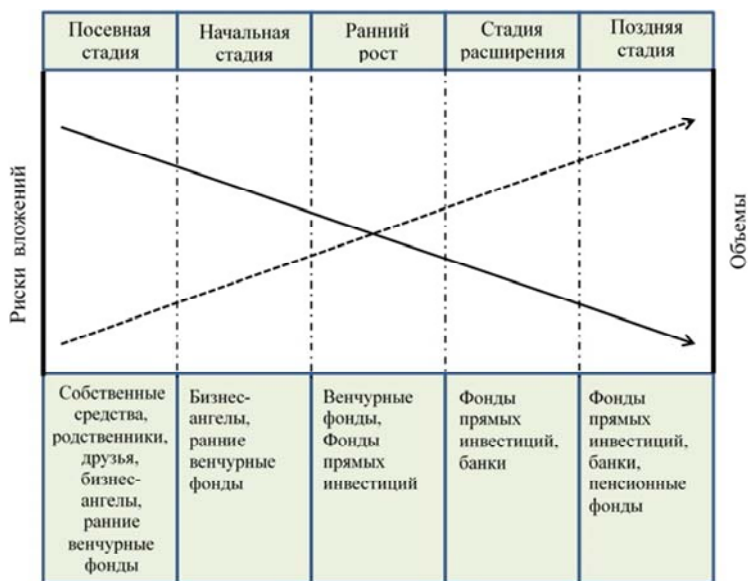


Рис. 2.1. Стадии венчурного инвестирования и основные инвесторы [5; 30]

Первой категорией инвесторов на самом начальном этапе развития стартапа выступают родственники, друзья и иные частные лица.

Следующей, более организованной группой инвесторов выступают бизнес-ангелы. Бизнес-ангелы – это опытные частные инвесторы, инвестирующие в рискованные (прежде всего инновационные) проекты ранних стадий (посевная и начальная стадии), когда имеется лишь идея и проблематично дать финансовый прогноз. Бизнес ангелы инвестируют в проекты собственные средства. Из указанного важнейшего свойства деятельности бизнес-ангелов следует их свобода в принятии решений. Как правило, формализованная процедура принятия решений у бизнес-ангела отсутствует, применяются субъективные подходы. Таким образом, бизнес-ангелы, рискуя только своим капиталом или объединяясь вместе, абсолютно свободны в своих действиях, а участие в управлении проинвестированной компанией носит неформальный характер [30, с. 32].

Основным инвестиционным субъектом в индустрии венчурных инвестиций является венчурный фонд. В отличие от бизнес-ангелов, венчурный фонд является институционализированным субъектом, обладающим сложной структурой, *обычно* формализованными правилами работы и механизмами принятия решений. Между венчурными фондами и бизнес-ангелами существует не конкуренция за проекты, а «разделение труда»: бизнес-ангелы принимают участие в формировании компании на посевной стадии, венчурные фонды инвестируют в основном на посевной стадии, начальной стадии и стадии роста – в компании с уже существующим бизнесом и продуктом [30, с. 33].

Для разделения рисков между различными группами инвесторов (в большинстве своем – институциональные инвесторы: пенсионные фонды, страховые компании, банки, крупные корпорации) создаются венчурные фонды [30, с. 28]. Инвестирование средств третьих лиц через венчурный фонд требует определенной правовой формы и осуществляется на профессиональной основе, однако позволяет собрать значительно больший объем средств для инвестирования [31, с. 55].

Фонд венчурного капитала – юридически зарегистрированное или незарегистрированное объединение инвесторов с целью осуществления совместных инвестиций, аккумулирующее финансовые средства для инвестирования в венчурные проекты [32, с. 4].

Организационно-правовая форма венчурного фонда зависит от юрисдикции его создания. Как показала мировая практика, структурой,

идеально подходящей для венчурного фонда, в англо-американском праве является договор о партнерстве с ограниченной ответственностью (Limited Partnership, коммандитное товарищество), участники которого в случае убытков теряют лишь свои инвестиции. Инвестор наделяется статусом партнера с ограниченной ответственностью (ОП, LP) (на сумму, не превышающую сделанные им инвестиции), а управляющая компания (УК) выступает как генеральный партнер (GP) с неограниченной ответственностью и берет на себя принятие управленческих решений (в первую очередь, по отбору стартапов). В конце инвестиционного цикла генеральный партнер получает вознаграждение за успех в размере 20–25 % от прибыли фонда. Часто это происходит после того, как инвесторам выплачивается первоначальная сумма их вложений плюс заранее оговоренный доход с определенной нормой доходности. Кроме того, на управленческие нужды и заработную плату УК получает плату за управление – 2–4 % суммы активов под управлением ежегодно (или максимального задекларированного объема средств фонда). Вклад самой УК в фонд может быть очень незначительным – порядка 1 %, однако встречаются случаи, когда менеджеры УК одновременно выступают основными инвесторами фонда [30, с. 47] (рис. 2.2).

Правила формирования и работы фондов, включая взаимоотношения между членами органов управления (Инвестиционный комитет / ИК, Консультативный совет / КС, Совет директоров портфельных компаний и т. д.), определяются фидуциарной ответственностью, лежащей в основе доверительного управления. Основным содержанием фидуциарной ответственности является следующее: доверенный должен сделать в пользу доверителя максимум возможного в данном месте в данное время, что в контексте «посевного» или венчурного фонда выражается в наилучшей при существующих возможностях тактике поиска и отбора проектов, управления ими. Следствием этого является то, что управляющая компания фонда должна стремиться найти наиболее «инвестиционно-подготовленные» компании для инвестиций с точки зрения продукта, команды и экономики, и в ряде случаев сама способствовать доформированию команды и приобретению ею необходимых компетенций, а также проводить комплекс мероприятий по поиску и формированию команд-кандидатов в портфельные компании [32, с. 3].

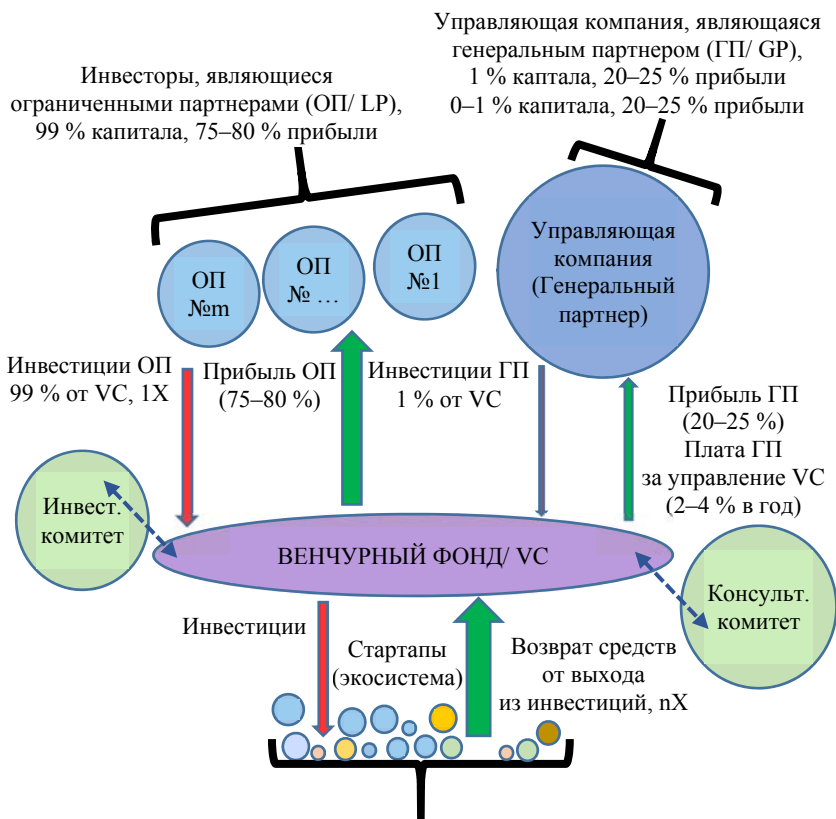


Рис. 2.2. Организационная структура венчурного фонда [30]

На более поздних стадиях развития компаний, предполагающих большие объемы инвестирования, в круг инвесторов включаются более консервативные и институциональные субъекты – пенсионные фонды, страховые компании, банки. Результатом таких процессов стало развитие отдельного сегмента – прямых частных инвестиций (англ. private equity, PE), ориентированного на вложение в проекты, уже вышедшие на прибыльность, но нуждающиеся в дополнительных ресурсах. В европейской статистике венчурные инвестиции рассматриваются как составная часть прямых инвестиций. Иногда понятия «прямые инвестиции» и «венчурный капитал» употребляются как синонимы. В США же венчурные инвестиции и прямые

инвестиции понятийно разделены, под ними понимаются разные сегменты инвестиционного рынка [33, с. 121].

Таким образом, стадийность развития стартапа с учетом различного уровня неопределенности (по мере развития стартапа неопределенность уменьшается) и привлекаемого финансирования (по мере развития стартапа объем требуемого финансирования увеличивается) проявляется в специализации разных видов инвесторов на определенных стадиях развития стартапа. При этом различные категории инвесторов характеризуются различным подходом к порядку принятия решений.

По мере увеличения финансирования повышается уровень формализованности принятия всех решений, включая отбор стартапов для инвестирования. В частности, бизнес-ангелы во многом принимают решения, основываясь на субъективном видении потенциала стартапа, руководствуясь опытом. Консервативные и институциональные субъекты – пенсионные фонды, страховые компании, банки оперируют едиными для соответствующей организации правилами. В этом контексте венчурный фонд также является инвестором, для которого также должна быть характерна высокая степень *формализации* функционирования.

Это позволяет полагать, что отношения по оценке инвестиционной привлекательности стартапа требуют детализированной единой регламентации бизнес-процессов в конкретном венчурном фонде, в том числе как в части организации бизнес-процессов, так и методологии принятия решений.

3. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СТАРТАПОВ В РАМКАХ ЭТАПОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА ВЕНЧУРНОГО ФОНДА (НА ПРИМЕРЕ RBF VENTURES)

3.1. Анализ структуры и содержания (этапы) инвестиционного процесса венчурного фонда

Успешность инвестиций венчурного фонда во многом зависит от организации его работы как *единого* бизнес-процесса. Существуют различные подходы к определению стадий его инвестиционного процесса. Вместе с тем, в сложившейся международной и отечественной практиках с точки зрения количества его стадий выделяют, как правило, 5–6 этапов. Имеется общепризнанное понимание по следующим стадиям:

- 1) формирование потока сделок;
- 2) предварительная оценка (характеристика инвестиционной привлекательности);
- 3) тщательная проверка (англ. due diligence, DD) и оценка (стоимости) стартапа;
- 4) структурирование сделки;
- 5) пост-инвестиционная деятельность;
- 6) выход из инвестиций [1, с. 3].

Эффективная работа венчурного фонда на каждой из названных стадий вносит свой вклад в итоговый успех венчурного фонда. При этом значение каждой стадии в общем успехе всего инвестиционного процесса также отличается. Так, значение стадии оценки стартапа (2–3 стадии согласно приведенной классификации) в успехе инвестиций оценивается примерно в 50 %, формирование потока сделок оценивается примерно в 23 %, а пост-инвестиционная деятельность венчурного фонда примерно в 27 % [3, с. 6]. В контексте изучаемой в этом пособии проблематики в большей степени рассматривается деятельность в отношении стартапа на второй и третьей стадиях инвестиционного процесса.

В рамках Инвестиционного товарищества «Российско-белорусский фонд венчурных инвестиций» соответствующая работа организована. Сформированы подходы к организации инвестиционного процесса, под которым понимается процесс рассмотрения заявок по инвестированию и принятия управленческих решений в их отношении.

В RBF Ventures инвестиционный процесс может быть описан как последовательность действий. Иными словами, инвестиционный процесс носит стадийный характер. Такой подход к организации работы соответствует общепринятой практике в международной профессиональной среде индустрии венчурного капитала (VC).

Авторы полагают, что своего рода условием для потенциальной эффективной деятельности венчурного фонда является формирование устойчивого потока заявок на инвестиции и их оперативное и качественное рассмотрение.

Сегодня RBF Ventures обеспечивает рассмотрение Заявок на инвестирование в соответствии с единым «шаблоном» (доступен на www.rbf.vc в разделе «Заявка»), в котором закреплены основные параметры стартапа, в частности, общая информация, описание проекта (проблема, на решение которой направлен проект, предлагаемое решение и технология, рынок, бизнес-модель, команда), инвестиционная потребность. Представляется, что закрепление унифицированного подхода к Заявкам является важным элементом для единообразного их рассмотрения и может быть рассмотрено с точки зрения определения *первичных* критериев оценки инвестиционной привлекательности проектов.

Поступившие в Фонд Заявки подвергаются *первичному* анализу. Следует отметить, что в рамках RBF Ventures предусмотрен ряд обязательных требований для финансирования со стороны Фонда. К таким требованиям относятся следующие: регистрацию компании в Республике Беларусь или Российской Федерации («белорусский угол» или «российский угол»); вхождение Фонда в уставный капитал компании (возможно применение конвертируемого займа и/или других инструментов венчурного финансирования); целевая доля Фонда – от 10 % до 40 %; объем возможного финансирования в одну компанию до 140 млн российских рублей.

В рамках *первого этапа* первичного анализа соответствующий специалист – *инвестиционный аналитик* рассматривает заявку на предмет соответствия обязательным требованиям Фонда, а также анализирует стартап с точки зрения ряда критериев. Соответствующие показатели в рамках RBF Ventures на сегодня не формализованы, внутренними нормативами и инструкциями пока четко не закреплены. Исходя из оценки обязательных требований Фонда и еще формирующейся практики, в ходе первичного анализа оцениваются, в частности:

- 1) рынок (потенциал выхода на рынок СНГ и мировой рынок);

2) команда (структурная и профессиональная укомплектованность команды);

3) основатель стартапа (видение основателем этапов развития стартапа, опыт в отрасли, предпринимательский опыт);

4) продукт (наличие проблемы, решаемой товаром, наличие конкурентных преимуществ, отсутствие идентичных товаров на рынке);

5) бизнес-модель (скорость развития, стратегия продаж и/или продвижения продукта);

6) состав инвесторов (наличие иных инвесторов);

7) потенциал выхода из инвестиций (наличие потенциала для продажи, наличие крупных компаний, специализирующихся в сфере);

8) выручка (наличие выручки и ее размер);

9) регистрация юридического лица в Республике Беларусь или Российской Федерации или готовность релоцировать, зарегистрировать компанию в данных юрисдикциях.

Названные аспекты и соответствие стартапа указанным обязательным требованиям анализируются и рассматриваются на первом этапе, в том числе посредством коммуникаций с руководителем и командой стартапа. Первичный этап занимает не более 10 дней, которые являются рабочими в Республике Беларусь и Российской Федерации. В рамках рассматриваемого этапа инвестиционным аналитиком готовится Пояснительная записка в отношении соответствующего стартапа.

Представляется, что с точки зрения процесса оценки инвестиционной привлекательности стартапа на первом этапе оценки обеспечивается соотнесение параметров ряда базовых показателей стартапа на предмет их наличия. Соответствующая оценка носит, в первую очередь, экспертный характер и подразумевает *качественную* характеристику параметров (есть / нет; отлично, хорошо, удовлетворительно, неудовлетворительно).

Поступившие и проработанные инвестиционным аналитиком заявки рассматриваются в рамках Рабочей группы (далее РГ, это I-й этап), состоящей из представителей управляющих компаний и инвесторов. По итогам рассмотрения Заявки Рабочей группой могут быть приняты следующие решения:

1) одобрить заявку и перейти на следующий этап инвестиционного процесса;

2) отклонить заявку;

3) направить заявку на доработку (с последующим возвратом к рассмотрению после определенного установленного периода).

В рамках *второго этапа* производится анализ отобранных стартапов для их рассмотрения на Инвестиционном комитете (далее ИК), на первом заседании ИК (ИК1). Такая работа осуществляется соответствующим специалистом – *инвестиционным менеджером* управляющей компании.

Следует отметить, что основной функцией Инвестиционного комитета (как элемента организационной инфраструктуры Фонда) является *надзорная*, в то время как операционная работа фонда обеспечивается управляющими компаниями. Их в Фонде две, что весьма специфично для общей сложившейся практики, но оправдано мотивами участника с белорусской стороны (подготовка собственных кадров в сфере VC). При этом значимость Инвестиционного комитета для Фонда заключается в том, что он посредством своей деятельности может грамотно направлять работу управляющей компании, например, посредством формирования основных вопросов к рассматриваемым стартапам, задействования профессиональных навыков и знаний в процессе оценки стартапов, задания динамики работы всего венчурного фонда. Именно в этом заключается фидуциарная ответственность, лежащая в основе организации работы венчурных фондов [7, с. 102].

Представляется, что второй этап в инвестиционном процессе для Фонда является наиболее значимым в части выполняемой работы Фондом в отношении оценки проекта. На данном этапе обеспечивается оценка стартапа с точки зрения степени его соответствия широкому списку критериев.

Несмотря на то, что обязательный список критериев в Фонде не закреплен, на практике анализ подразумевает *оценку*, в частности:

1) общей информации о команде проекта, об участниках проекта (получатель средств, юридическая структура бенефициара, команда проекта);

2) продукта (его степень готовности, способ коммерциализации, бизнес-модель (сценарий монетизации), преимущества и недостатки продукта, наличие защищенных прав интеллектуальной собственности);

3) рынка (описание состояния и прогноз развития, ключевые тенденции, наличие конкурентов, наличие стратегических партнеров, наличие стратегических инвесторов);

4) стратегии маркетинга (целевой объем продаж, его планируемая динамика, стратегия по достижению объема продаж, описание каналов продаж, стратегия конкурентной борьбы);

5) финансов (прогноз выручки, затрат, прибыли, денежного потока, внутренней нормы доходности);

6) рисков (типы и описание основных рисков, способы управления рисками).

В рамках второго этапа инвестиционного процесса осуществляется также *«оценка / обоснование справедливой рыночной стоимости»* стартапа, что позволяет определить основные параметры возможного инвестирования (инвестиционной сделки).

В рамках второго этапа с учетом проведенного анализа может быть принято решение:

1) о разработке Соглашения об основных условиях сделки (англ. term sheet, TS);

2) о направлении проекта на рассмотрение Инвестиционным комитетом;

3) об отклонении проекта.

Следует отметить, что, исходя из общепризнанной практики, *предварительные* условия сделки (TS) не являются обязательными, а носят декларативный характер.

Завершает второй этап рассмотрение материалов в рамках первого Инвестиционного комитета (здесь ИК1), который правомочен принимать основные инвестиционные решения. На заседании Инвестиционного комитета на втором этапе инвестиционного процесса имеется достаточно большая вариативность в принятии решений. Инвестиционный комитет может принять следующие решения: об осуществлении инвестиций в проект; об одобрении основных условий сделки (TS); направить проект на Тщательную проверку (DD); направить проект на доработку; отклонить проект.

Таким образом, в RBF Ventures инвестиционный процесс в части отбора стартапов для инвестирования может состоять из двух (первичный анализ, расширенный анализ) или трех стадий (первичный анализ, расширенный анализ, тщательная проверка (DD)). Авторы полагают, что такой подход может быть обоснован возможностью отсутствия необходимости проведения углубленной проверки ввиду начальной стадии реализации проекта, в которой фактически отсутствует база для углубленной проверки. При этом с учетом того, что

одним из требований для рассмотрения заявок является учреждение юридического лица Республики Беларусь или Российской Федерации, на практике возможность принятия решения о финансировании без проведения процедуры углубленной проверки не используется.

Также следует отметить что, как правило, венчурные фонды предусматривают возможность принятия в рамках Инвестиционного комитета одного из двух основных решений: инвестировать в проект или отклонить заявку. При этом подход, предусматривающий возможность направления проекта на доработку, также часто используется, что связано с необходимостью уточнения отдельных аспектов работы стартапа [7, с. 101]. Представляется, что возможность направления проекта на доработку согласуется с характером RBF Ventures как венчурного фонда общей компетенции, не предусматривающего специализации в какой-либо сфере, а также его миссии как инструмента в руках регулятора формирующегося национального рынка VC от имени Госкомитета по науке и технологиям Республики Беларусь (далее ГКНТ). В этой связи повышается вероятность необходимости дополнительной экспертной проработки оцениваемых проектов.

В отношении стартапов, одобренных на Инвестиционном комитете (здесь ИК1), осуществляется дальнейший анализ. Такая работа подразумевает техническую, финансовую и юридическую экспертизу, которые осуществляются, как правило, с привлечением иных организаций [32, с. 9]. Полагаем, что одной из основных задач проведения технической, финансовой и правовой экспертиз является подтверждение результатов оценки инвестиционной привлекательности стартапа, полученной на предыдущих этапах инвестиционного процесса.

Техническая экспертиза Фонда (далее ТЭ) означает прохождение государственной научной и государственной научно-технической экспертизы ГКНТ. Следует отметить, что проведение технической экспертизы в рамках государственной научной и государственной научно-технической экспертизы является особенностью RBF Ventures. Сама по себе ТЭ не является экзотикой в практике VC индустрии, а для таких направлений как hardware даже наоборот – типичная практика. Вместе с тем ТЭ для Фонда является неким бонусом за счет его «встроенности» в структуру подведомственных ГКНТ организаций. Исходя из имеющихся данных о практике прохождения технической экспертизы, такая стадия оценки может

позволить команде стартапа пересмотреть или уточнить те или иные параметры проекта, т. е. безусловно имеет положительное значение, хотя и связана с затратами для стартапа.

ТЭ Фонда проводится с привлечением специалистов Государственных экспертных советов (далее ГЭС), созданных по следующим, по состоянию на середину текущего года, двенадцати направлениям на основании приказа по ГКНТ: ГЭС № 1 «Естественные науки»; ГЭС № 2 «Машиноведение, системы и комплексы машин, компоненты и оборудование машиностроения»; ГЭС № 3 «Материаловедение, промышленные и строительные технологии, оборудование и производства»; ГЭС № 4 «Энергетика»; ГЭС № 5 «Фотоника, опто-, микроэлектроника, радио-электроника и приборостроение»; ГЭС № 6 «Информатика, информатизация и космические исследования»; ГЭС № 7 «Сельскохозяйственные науки и технологии»; ГЭС № 8 «Социально-экономические, гуманитарные и общественные науки»; ГЭС № 9 «Медицинские науки и технологии»; ГЭС № 10 «Природопользование и экология»; ГЭС № 11 «Безопасность человека, общества и государства»; ГЭС № 12 «Открытые конкурсы отдельных проектов научных исследований».

Финансовая, включая налоговую, и юридическая экспертизы осуществляются в рамках Тщательной проверки стартапов (DD).

В соответствии с доктриной процедура Тщательной проверки (DD) включает две стадии: расширенное изучение компании с точки зрения привлекательности для инвестирования (первая стадия), изучение юридической безупречности компании и инвестиций с точки зрения возможных проблем в будущем (вторая стадия). Первая стадия предполагает изучение: истории компании и реальности представленных ею данных, перспектив реализации планов компании и их реальности.

В рамках тщательного изучения рассматривается целый ряд документов, включая уставные документы юридического лица, финансовую отчетность, основные материальные и нематериальные активы, имущество и имущественные права, контракты, персональную информацию об участниках стартапа.

Практика RBF Ventures по проведению Тщательной проверки (DD) соответствует названным теоретическим подходам и также не исключает привлечения внешних экспертов (юридических консультационных, аудиторских компаний и организаций исполнителей независимой оценки стоимости).

С учетом проведенной DD и Технической экспертизы в рамках *третьего этапа* осуществляется Структурирование сделки (англ. deal structuring, DS), то есть детальная проработка условий инвестирования Фондом в стартап. Представляется, что на третьем этапе инвестиционного процесса соответствующим специалистом – *инвестиционным директором* осуществляется оценка соответствия результатов проведенных экспертиз ранее проведенной оценке стартапа на первом и втором этапах. Также Фонд совместно с юристами стартап-проекта готовят юридически обязывающие документы по сделке (Договора об осуществлении прав участников, которые являются основанием внесения изменений в Устав компании; опционных соглашений, договора о купле-продаже доли в компании и так далее), которые, в том числе, могут быть скорректированы исходя из результатов Тщательной проверки компании.

Третий этап инвестиционного процесса завершается рассмотрением подготовленных документов вторым, «итоговым» Инвестиционным комитетом (далее ИК2). В случае эффективной отработки всех бизнес-процессов предыдущих стадий результатом рассмотрения ИК2 становится решение об инвестировании в стартап.

Таким образом, в контексте отбора стартапов для инвестирования в рамках RBF Ventures имеется три основных этапа рассмотрения конкретного стартапа: первичный анализ (в результате работы РГ под администрированием инвестиционного аналитика); расширенный анализ (подготовка Предварительных условий сделки (TS) для представления стартапа инвестиционным менеджером на ИК1); углубленный анализ (прохождение технической, финансовой и юридической экспертизы (DD) для представления стартапа инвестиционным директором (или экспертом из Консультационного совета фонда) на итоговый ИК2).

Первый этап завершается рассмотрением Рабочей группой, второй и третий – решением Инвестиционного комитета. На практике, количество стартапов, которые успешно преодолевают соответствующий этап, значительно,кратно уменьшается с каждым последующим этапом. Представляется, что такая практика является результатом применения на каждом последующем этапе разных подходов к оценке / характеристике стартапа, в том числе *количества критериев, уровня* значимости качественных и количественных оценок.

Каждый последующий этап инвестиционного процесса характеризуется своей спецификой, заключающейся, в первую очередь,

в наличии различной информации о стартапе, что предопределяет различные подходы к оценке / характеристике стартапа на каждом последующем этапе инвестиционного процесса. Количество («широта») и качество («глубина») информации о стартапе возрастает по мере его рассмотрения в рамках инвестиционного процесса. При этом результаты анализа стартапа, проведенные на предыдущем этапе, учитываются на последующем этапе и подвергаются более требовательной оценке, тем самым каждый последующий этап характеризуется большей сложностью. Описанное видение анализа стартапа соответствует задаче по обеспечению единства бизнес-процесса в RBF Ventures и одновременно согласуется с увеличением количества информации для анализа по мере прохождения стартапом этапов инвестиционного процесса.

Специфика названных этапов инвестиционного процесса заключается, в частности, в различной направленности оценки стартапов. Важно отметить, что особое значение второго этапа (расширенная оценка) заключается в его направленности на будущее: в его рамках проходит прогнозирование показателей работы стартапа, например, с точки зрения финансовых показателей. В свою очередь, первичный анализ и углубленный анализ (*due diligence*) направлены в основном на оценку имеющейся информации о состоявшейся деятельности [7, с. 145].

Исходя из имеющихся у авторов данных, критерии, применяемые при отборе стартапов на каждом из названных условных этапов инвестиционного процесса, в RBF Ventures пока не формализованы. Указанное означает возможность использования инвестиционными аналитиками и членами Инвестиционного комитета *разных* критериев оценки применительно к конкретному стартапу, а также отличных критериев оценки к разным стартапам. Авторы полагают, что такая ситуация в целом негативно сказывается на эффективности работы венчурного Фонда с точки зрения отбора наиболее перспективных проектов, а также на точности оценки / характеристики инвестиционной привлекательности инновационных проектов при сравнении различных стартапов.

Видится также важным учитывать значимость формирования атмосферы прозрачности бизнес-процессов и для самих специалистов Фонда, а также доверия к фонду со стороны стартапов, для которых применение единых определенных критериев и шкал для оценивания

их проявления при отборе стартапов очевидно выглядит более предпочтительным и клиенто-ориентированным подходом фонда.

С учетом изложенного ранее, авторы полагают важным обеспечить формализацию методологии оценки (качественной и количественной характеристики) инвестиционной привлекательности стартапов в RBF Ventures как механизма повышения его конкурентоспособности и эффективности. Возможно в форме неких методических рекомендаций или инструкции. При разработке методических рекомендаций по качественной и количественной характеристике – оценке инвестиционной привлекательности стартапов в RBF Ventures авторами предлагается исходить из поэтапности инвестиционного процесса (специфики каждого этапа), с определением методически согласованного унифицированного для всех специалистов комплекса критериев для рассмотрения и принятия решений на каждом этапе инвестиционного процесса и, возможно, некоего интегрального показателя в итоге для ИК2.

3.2. Сравнительный анализ критериев в рамках этапов инвестиционного процесса венчурного фонда

Одним из важнейших вопросов для принятия решений в рамках инвестиционного процесса венчурного фонда является определение критериев, на предмет наличия и соответствия которым оценивается каждый стартап. Следует отметить, что выбор критериев оценки инвестиционной привлекательности зависит от многих аспектов, среди которых специализация венчурного фонда, стратегия и размер фонда, уровень подготовленности венчурных инвесторов, их предыдущий опыт. Сложность выбора и определения критериев для оценки инвестиционной привлекательности стартапов следует, в частности, из их значительного количества встречающихся на практике (в разных формулировках известно более 400 единиц). Представленные далее доктринальные списки критериев были подготовлены авторами на основании исследований рынков венчурного инвестирования посредством опросов венчурных инвесторов.

Одна из классификаций критериев предлагает 36 критериев для оценки. Критерии разделены на 6 групп: персоналии управленческой команды, опыт управленческой команды, дополнительная группа критериев о руководстве, характеристика продукта, характеристика рынка, финансовая характеристика.

В свою очередь, группа персонала управленческой команды состоит из семи критериев: уровень убедительности представления концепции стартапа (1), управленческая команда обладает высоким уровнем работоспособности и настойчивости при управлении (2), управленческая команда выявляет риски, грамотно их оценивает и реагирует необходимым образом (3), управленческая команда определяет проблемы, ставит задачи и распределяет обязанности (4), управленческая команда мотивирует сотрудников (5), управленческая команда работает добросовестно и не пренебрегает деталями (6), управленческая команда стремиться к независимости (7).

Семь критериев также составляют группу опыт управленческой команды: управленческая команда знакома с рынком продукта (1), руководящая команда компетентна и имеет опыт в исследованиях и разработках (2), руководящая команда компетентна и имеет опыт в выпуске товара (3), руководящая команда компетентна и имеет опыт в управлении (4), образование соответствует профилю проекта (5), руководящая команда компетентна и имеет опыт в маркетинге (6), руководящая команда компетентна и имеет опыт в финансовых аспектах (7).

Дополнительная группа критериев в руководстве состоит из: наличие доли собственности стартапа у руководящей команды (1), сбалансированность управленческой команды, обладающей взаимодополняющими навыками и опытом (2), наличие рекомендации с предыдущего места работы (3).

В характеристику продукта входят восемь критериев: наличие полезности у продукта для потребителя (1), продукт является более совершенным, чем иные существующие продукты в данной отрасли (2), уровень инновационности продукта (3), продукт может быть назван высокотехнологичным (4), продукт или технология защищены правом интеллектуальной собственности (патент, лицензия) (5), стадия разработки продукта завершена (наличие минимальной работающей модели) (6), доказано принятие продукта потребителями (7), наличие потенциала создать целую продуктовую линию (8).

Характеристика рынка состоит из пяти критериев: целевой рынок обладает высокими темпами роста (1), на целевом рынке предполагается слабая конкуренция в течение трех ближайших лет (2), наличие каналов дистрибуции (3), товар может выйти на международные рынки (4), полностью новый рынок может быть сформирован стартапом (5).

Финансовая характеристика состоит из шести критериев: потенциал высокой оценки приобретенной доли (1), потенциал выхода из инвестиций (2), потенциал и характер следующих раундов финансирования (3), наличие потенциала получения дивидендов от доли в стартапе (4), уровень окупаемости инвестиций (ROI) в % (5), ожидаемый уровень ежегодной доходности от инвестиционного портфеля (6) [10, с. 4] (далее – Классификация № 1 или Кл1).

В соответствии с иной классификаций 35 критериев сгруппированы в 7 групп критериев: управленческая команда (i): лидерский потенциал команды (1), лидерский потенциал предпринимателя (2), признанная экспертиза сферы продукта в команде (3), сделки предпринимателя (4); управленческие компетенции (ii): маркетинговые и продажные способности команды (1), технические способности команды (2), административные способности команды (3), финансовые способности команды (4); финансы (iii): время выхода на безубыточность (1), время окупаемости (2), ожидаемая доходность (3), способность выхода из инвестиций (4); продукт / рынок (iv): характер уже установленного рынка (1), размер рынка (2), сезонность рынка (3), чувствительность к экономическим циклам (4), рост рынка и его привлекательность (5), уникальность продукта и технологии (6), локация бизнеса (7), характер понимания рынка продукта (8); стратегия / конкуренция (v): легкость входа на рынок (1), способность создавать барьеры на рынке после входа на него (2), устойчивая конкурентная позиция на рынке (3), степень и характер конкуренции на рынке (4), качество поставщиков и дистрибьюторов (5); специфика фонда (vi): соответствие проекта ограничениям фонда (1), соответствие проекта составу портфельных компаний фонда (2), способность инвесторов влиять на развитие стартапа (3), территориальная близость проекта фонду (4); сделка (vii): стадия требуемого инвестирования (1), количество и характер со-инвесторов в проекте (2), способность оформить сделку (3), потенциал следующих раундов финансирования (4), наличие важных неопределенных аспектов (5) [8, с. 5] (далее – Кл 2).

Согласно другой, третьей классификации определен список из 27 критериев: управленческий потенциал предпринимателя, предыдущий опыт предпринимателя и команды, размер и рост рынка, полнота управленческой команды, ожидаемая доходность, опыт работы в отрасли, оценка бизнеса, масштаб добавленной стоимости

продуктов / услуг, сезонность рынка, объем защиты инвесторов, возможность выхода из вложения, степень консолидации рынка, доля рынка, наличие прозрачного бизнес-плана, масштаб и возможность дальнейших раундов финансирования, возможность сохранить рыночные позиции, конкуренты для завершения сделки, легкость выхода на рынок, характер и накал конкуренции, потенциал выхода из инвестиций, наличие сети поставщиков и дистрибьюторов, возможность влиять на бизнес, время безубыточности, возможность структурирования сделки, фаза развития проекта, выполнение внутренних условий фонда, состояние экономики государства проекта [34]. Названные критерии по их значению и направленности относятся к определению коммерческих возможностей проекта, возможностям заключения сделки, возможностям выхода из сделки [7, с. 149] (далее – Кл 3).

Согласно другому, четвертому видению все критерии относятся также к трем категориям: концепция (1), управление (2), возврат инвестиций (3). Под концепцией понимается совокупность оценки четырех составляющих: потенциал роста прибыли, идея или технология, которая может быть выведена на рынок за 2–3 года, наличие конкурентных преимуществ, требование обоснованного уровня инвестиций. Под управлением понимается совокупность личностной совместимости, опыта предыдущей работы, способности определять риск, страсти к делу, гибкости, понимания бизнеса, лидерских и управленческих навыков. Под возвратом инвестиций понимается перспективы выхода из инвестиций и потенциал высокого дохода [6, с. 30] (далее – Кл 4).

Внимания заслуживает также концепция «OUTSIDE IMPACTS», сформированная в США, название которой составлено из первых букв применяемых критериев на английском языке. В соответствии с названной концепцией стартап подлежит оценке с точки зрения инвестиционной возможности (имеет ли бизнес-идея положительную стоимость? Рынок, тренды, потребители, бизнес-модель позволяют заработать на сделке? Продукт достаточно интересен?). Инвестиционная возможность определяется через различные аспекты, связанные с идеей, рынком, текущей стоимостью стартапа, принятием продукта / идеи, конкурентами, своевременностью инвестирования, скоростью развития и окупаемостью. Если данные аспекты оценены позитивно, то оцениваются неопределенность, команда,

стратегия, требуемые инвестиции, предлагаемые условия сделки, предполагаемые стратегии выхода из инвестиций. В части идеи рассматриваются вопросы, насколько понятна идея, какая проблема рынка решается, уникальность идеи, легкость повторения идеи, насколько идея в тренде развития индустрии, обоснование спроса на продукт. При оценке рынка рассматривается размер рынка, определяются ключевые покупатели, наличие дополнительных возможностей для роста на данном рынке. В части определения текущей стоимости выявляются: уникальные характеристики продукта, новизна продукта. В части принятия продукта определяются готовность потребителя платить за продукт, положительные и отрицательные тенденции, почему прогнозируется спрос на продукт. Группа критериев, относящаяся к конкуренции: имеющиеся конкуренты, конкурентные преимущества стартапа, потенциальные конкуренты в будущем. В отношении своевременности инвестирования рассматривается, почему в настоящее время следует инвестировать в проект.

Также подлежит оценке скорость развития проекта, время выхода на безубыточность. Интересным является позиция об определении слабых сторон проекта. В части команды рассматриваются: опыт, его релевантность к индустрии проекта, готовность команды к реализации выбранной стратегии, уровень мотивации команды, укомплектованность команды, имеется ли доля собственности стартапа у сотрудников. В части стратегии понимается взаимосвязь названных критериев в единое целое, насколько команда видит дальнейшее развитие стартапа, в том числе в части стратегии выхода из проекта. В части финансовых аспектов подлежит расчету уровень доходности. Отдельно рассматриваются вопросы, относящиеся к сделке, например, права контроля, наличие стимулов к сделке у участников, цена сделки [2] (далее – Кл 5).

Комплексное прочтение приведенных классификаций позволяет выделить основные факторы, к которым относятся названные критерии: характеристика управленческой команды (1), характеристика продукта или технологии (2), характеристика рынка (3), финансовая характеристика (4), характеристика выхода из инвестиций (5), также выделяют характеристики сделки (6).

В качестве фактора, который присутствует во всех классификациях, следует назвать характеристику управленческой команды и/или предпринимателя. Согласно большинству классификаций

команда и предприниматель (основатель стартапа) рассматриваются как отдельные критерии. В целом значительное число критериев относится к субъектной стороне стартапа, к таким критериям относятся, например, управленческие и технологические компетенции, опыт работы в индустрии, в которой создан стартап, опыт успешных сделок, укомплектованность команды, управленческий и технологический потенциал команды. Ряд исследователей среди одного из критериев, связанных с командой, называют увлеченность, под которой понимается комбинация управленческих навыков и опыта, а также комплексного видения развития стартапа [3, с. 18].

Характеристика продукта или технологии является неотъемлемой частью процесса инвестиционной привлекательности, так как вокруг продукта или технологии обеспечивается работа всего стартапа. Среди критериев, характеризующих продукт или технологию, присутствуют, в частности, полезность продукта для потребителя, уровень уникальности продукта, его инновационность. Названные критерии являются необходимыми для определения конкурентоспособности продукта. Также важными являются аспекты принятия товара на рынке. Немаловажными являются вопросы, связанные с обеспечением прав интеллектуальной собственности. Следует отметить, что важность названных критериев зависит от стадии развития стартапа, например, чем более поздними являются стадии развития стартапа, тем большую важность приобретают вопросы защиты интеллектуальной собственности.

Характеристика рынка играет немаловажную роль при определении инвестиционной привлекательности стартапа. Основным критерием, относящимся к характеристике рынка, является динамика увеличения рынка, для которого предназначен продукт, еще одним часто закрепленным для оценки критерием является размер соответствующего рынка. Вопросы конкуренции на рынке также являются важными для оценки. Нередко в классификациях критериев имеется критерий наличия и характер сети поставки. Вопросы потенциала масштабирования бизнеса также являются значимыми в части характеристики рынка.

Финансовая характеристика проекта при его оценке носит прогнозный характер и занимает важное место среди всех групп критериев. Среди наиболее распространенных критериев, характеризующих проект с финансовой точки зрения, является ожидаемая

доходность. При рассмотрении проекта с точки зрения его финансовых показателей оценивается в первую очередь бизнес план стартапа, его стратегия развития. Финансовая характеристика может производиться на двух уровнях: микроуровень и макроуровень.

На микроуровне рассматривается потенциальная прибыльность бизнес-юнита (единицы товара или клиента). На макроуровне моделируется потенциал стартапа приносить доход. Для этой задачи на практике применяются различные показатели, например, норма внутренней доходности, прибыль, окупаемость инвестиций.

Характеристика выхода из инвестиций является важной составляющей оценки. При оценке стартапа с такой стороны рассматривается наличие потенциальных покупателей, оценивается стратегия стартапа по выходу из инвестиций.

В отдельную группу критериев можно отнести аспекты, связанные с заключением сделки. Как правило, в части сделки определяются вопросы, связанные с со-инвесторами в проекте, вопросы защиты инвесторов, цена сделки. Важным является закрепление механизмов влияния венчурного фонда на стартап, например, в части улучшения кадрового состава.

Анализ выявленных «наборов» критериев и их интерпретация, наполнение позволил авторам пособия установить и подтвердить наличие различных подходов к характеристике – оценке инвестиционной привлекательности стартапов и отнесению их к условным категориям. В целом такое состояние дел соответствует специфике венчурного инвестирования, заключающейся в том числе в разнообразии подходов к формированию инвестиционного процесса в венчурных фондах. Таким образом, следует сделать вывод о необходимости учитывать различные размеры венчурных фондов, их область специализации и стадии инвестиционных процессов, рассматриваемых для финансирования проектов.

4. МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ ОЦЕНКИ (КАЧЕСТВЕННОЙ И КОЛИЧЕСТВЕННОЙ ХАРАКТЕРИСТИКИ) ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ СТАРТАПОВ ДЛЯ РАЗЛИЧНЫХ ЭТАПОВ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЦЕССА ВЕНЧУРНОГО ФОНДА (НА ПРИМЕРЕ RBF VENTURES)

4.1. Методические рекомендации для первого этапа инвестиционного процесса (рабочая группа) венчурного фонда

В Инвестиционном товариществе «Российско-белорусский фонд венчурных инвестиций» установлена единая форма Заявки для потенциальных портфельных компаний, доступная на официальном сайте Фонда. Авторы понимают, что целью закрепления единой формы Заявки является оптимизация работы Фонда с точки зрения возможности произвести первичный анализ любого проекта в едином формате для проектов из разных сфер.

Во-первых, на первичном этапе обеспечивается оценка соответствия обязательным требованиям RBF Ventures: регистрация юридического лица в Республике Беларусь или Российской Федерации, готовность стартапа согласовать долю RBF Ventures от 10 % до 40 %, уровень запрошенного финансирования не более 140 млн российских рублей. Проекты подлежат оценке на предмет соответствия или несоответствия обязательным требованиям Фонда.

Во-вторых, с учетом информации, которая указывается в Заявке, предлагается определить следующие показатели для скорее *качественной* оценки, необходимой и достаточной для анализа стартапа на этапе проработки проекта Рабочей группой венчурного фонда: команда (1); руководитель проекта (2); продукт (3); бизнес-модель (4); потенциал выхода из инвестиций (5) [7; 28; 32; 33].

Авторы исходят из целесообразности оценки проекта по каждому показателю в соответствии со шкалой в 3 балла, достаточной для обеспечения преследуемой на этом этапе цели. Наименьшим показателем является значение 0, наибольшим – 3. При этом предлагается определить значение в 1 балл в качестве цены деления шкалы.

Оценки по каждому показателю предлагаем суммировать и закреплять, принимать в качестве первичной общей оценки проекта *с допущением о равной значимости всех названных и примененных критериев*. Оценка проектов в соответствии с предложенной шкалой формируется на основе согласования экспертных оценок членов Рабочей группы со стороны Фонда.

Уровень в 9 баллов предлагается авторами этого пособия определить в качестве результата для одобрения дальнейшей работы с проектом (значение получено на основании рассмотрения проектов из пайп-лайн Фонда, прошедших рабочую группу в прошлом и рекомендаций по работе с результатами экспертных опросов [35]).

Кроме того, указывается наличие прибыли, а также информация о наличии иных инвесторов в проект. Соответствующая информация важна для определения жизненного цикла стартапа и определения подходов к потенциальному инвестированию.

По итогам первичной оценки может быть вынесено одно из трех решений: одобрить заявку и перейти к этапу расширенного анализа (1), отклонить заявку (2), направить на доработку (3).

Таким образом, подготовлен проект оценочного листа для Рабочей группы Фонда (рис. 4.1).

Авторы считают, что представленный набор критериев, примененное здесь допущение об их равноценности, а также уровень чувствительности предложенной шкалы от 0 до 3 баллов и применение кумулятивной техники согласования критериев в итоговый показатель с установленным уровнем «достаточности» обеспечат быстрое получение необходимой и достаточно точной характеристики стартап-проекта на стадии Рабочей группы с учетом доступного на этом этапе уровня надежности характеристики инвестиционной привлекательности.

Наименование оцениваемого проекта

Дата рассмотрения

	да	нет
Соответствие требованиям Фонда	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Наличие иных инвесторов	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Объем выручки

Показатель	оценка от 0 до 3
Команда	<input type="radio"/>
Руководитель проекта	<input type="radio"/>
Продукт	<input type="radio"/>
Бизнес - модель	<input type="radio"/>
Потенциал выхода из инвестиций	<input type="radio"/>
Общий балл от 0 до 15	<input checked="" type="radio"/>

	Одобрить	Отклонить	На доработку
Предлагаемое решение	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Рис. 4.1. Проект оценочного листа на этапе первичного анализа инвестиционной привлекательности

4.2. Методические рекомендации для второго этапа инвестиционного процесса (первый Инвестиционный комитет) венчурного фонда

Различным критериям на всех стадиях инвестиционного процесса характерен различный уровень неопределенности. Такая ситуация складывается, в частности, ввиду: субъективной оценки критериев со стороны экспертов, рассматривающих проект (1), различного количества ресурсов, выделенных для оценки стартапа на различных этапах инвестиционного процесса (2), различного количества информации о стартапе, полученной в ходе инвестиционного процесса (3) [36, с. 10].

В этой связи представляется возможным вести речь о том, что задачей для венчурного фонда и в частности для Инвестиционного товарищества «Российско-белорусский фонд венчурных инвестиций» является *уменьшение уровня неопределенности*, что может быть обеспечено в том числе посредством оптимизации методологии принятия решений в рамках инвестиционного процесса.

С точки зрения Фонда этап расширенной оценки – характеристики инвестиционной привлекательности стартапа предоставляет наибольшую возможность для уменьшения неопределенности в отношении основных составляющих потенциала стартапа. Такой тезис объясняется тем, что именно *расширенная* стадия оценки стартапа осуществляется сотрудниками Фонда, что позволяет определить унифицированные или, по крайней мере, схожие подходы к оценке проектов *всеми коллегами*. На этом этапе со стороны Фонда выделяется наибольшее количество своих ресурсов, в первую очередь человеческих.

При этом для обеспечения расширенной оценки в контексте сжатых сроков в индустрии венчурного инвестирования определен достаточно длительный для стандартов отрасли период в 45 рабочих дней. Вместе с тем, рассматривая вопрос оценки инвестиционной привлекательности стартапа, следует учитывать ее направленность расширенной стадии оценки инвестиционной привлекательности стартапа, которая заключается в основном в моделировании параметров функционирования стартапа.

Сам процесс принятия инвестиционных решений подвергается воздействию со стороны различных факторов. Можно говорить о том, что процесс принятия инвестиционных решений в индустрии

венчурного инвестирования – это комбинация «искусства» и «науки». Полагаем, что перечень критериев, на предмет которых оценивается каждый проект, относится к «научной» стороне принятия решений. Следует отметить, что ошибки в процессе принятия решений исходят как из «научной» составляющей, так и из «культурной». Однако ошибки, происходящие со стороны «искусства» являются более опасными, в частности, так как их сложнее выявить и оценить.

Важно отметить основные аспекты, которые влияют на принятие решений с точки зрения «искусства». Имеется ряд предубеждений, которые понижают эффективность принятия решения венчурными инвесторами. Зачастую имеется предвзятое отношение к проекту: это проявляется в том, как инвестор, помня о своем успешном опыте, ориентируется только на подобные проекты и их характеристики. Аспект самоуверенности при принятии решения также играет значимую роль, что проявляется в переоценке своих профессиональных навыков с учетом опыта осуществленных инвестиций. При этом риски оцениваются с учетом их сравнения с уже имевшимися проектами, успешными и нет. Зачастую факторы, которые поддерживают какую-либо позицию, принимаются во внимание, а факторы, которые выступают в противовес, игнорируются. Имеется проблема и с точки зрения оценки членов команды стартапа на основании их сходства с самим инвестором. Названные предубеждения негативным образом влияют на эффективность принятия решений, а также не позволяют эффективно анализировать информацию о проектах [28].

Авторы полагают, что именно разработка и совершенствование методических рекомендаций для оценки инвестиционной привлекательности направлено на уменьшение доли «искусства» и «магии» в процессе принятия решений.

С учетом указанного, одним из важнейших вопросов является определение единого списка критериев, на предмет которых оценивается каждый стартап.

Как ранее отмечалось, в ходе проведенного авторами анализа доктринальных подходов к классификациям критериев оценки инвестиционной привлекательности, которые основаны на практической деятельности венчурных инвесторов, было установлено 6 наиболее распространенных групп критериев. Напомним, такими группами являются:

- 1) характеристика управленческой команды;
- 2) характеристика продукта или технологии;

- 3) характеристика рынка;
- 4) финансовая характеристика состояния проекта;
- 5) характеристика выхода из инвестиций;
- 6) характеристика условий сделки.

Для разработки методических рекомендаций для процедуры принятия инвестиционных решений Фонда авторами предлагается ориентироваться на названные группы критериев с отдельными корректировками.

Управленческая команда является обязательным составляющим для оценки любого стартапа. Анализ различных классификаций показал, что именно в части управленческой команды применяется самое большое количество критериев. При этом управленческая команда оценивается по различным группам критериев, среди которых следует отметить характеристику качественную, то есть наличие определенных навыков, и характеристику имеющейся практической деятельности. Исходя из комплексного прочтения ряда классификаций выделено 19 различных критериев характеристики управленческой команды (табл. 4.1).

Таблица 4.1

Критерии характеристики управленческой команды

Критерии	Наличие согласно классификациям				
	Кл 1	Кл 2	Кл 3	Кл 4	Кл 5
1	2	3	4	5	6
1. Уровень убедительности представления концепции стартапа	+				
2. Управленческая команда обладает высоким уровнем работоспособности и настойчивости при управлении	+				
3. Управленческая команда выявляет риски, грамотно их оценивает и реагирует	+			+	
4. Управленческая команда определяет проблемы, ставит задачи и распределяет обязанности	+				
5. Управленческая команда мотивирует сотрудников	+				+
6. Управленческая команда работает добросовестно и не пренебрегает деталями	+				

Окончание табл. 4.1

1	2	3	4	5	6
7. Управленческая команда стремится к независимости	+				
8. Приверженность идее проекта				+	
9. Управленческая команда знакома с рынком продукта / признанная экспертиза сферы продукта в команде / опыт работы в отрасли	+	+	+		+
10. Руководящая команда компетентна и имеет опыт в исследованиях и разработках / технические способности команды / предыдущий опыт предпринимателя и команды	+	+	+		+
11. Руководящая команда компетентна и имеет опыт в выпуске товара / предыдущий опыт предпринимателя и команды	+		+		+
12. Руководящая команда компетентна и имеет опыт в управлении / лидерский потенциал команды, административные способности команды / управленческий потенциал предпринимателя / предыдущий опыт предпринимателя и команды	+	+	+	+	+
13. Образование соответствует профилю проекта	+				
14. Руководящая команда компетентна и имеет опыт в маркетинге / маркетинговые и продажные способности команды / предыдущий опыт предпринимателя и команды	+	+	+		+
15. Руководящая команда компетентна и имеет опыт в финансовых аспектах / финансовые способности команды	+	+			+
16. Сделки предпринимателя		+	+		
17. Наличие доли собственности стартапа у руководящей команды	+				+
18. Сбалансированность управленческой команды, обладающей взаимодополняющими навыками и опытом / полнота управленческой команды	+		+		+
19. Готовность команды к реализации выбранной стратегии					+

Примечание. Описание классификаций (Кл_n) представлено ранее

Анализ приведенных в табл. 4.1 критериев позволяет отметить, что целая группа критериев относится к вопросам операционной

работы, например, способность выявлять риски, мотивировать сотрудников, распределять обязанности. Полагаем, что такую группу критериев можно представить в качестве одного критерия – управленческий потенциал. Большинство классификаций содержат критерии, которые касаются опыта работы в индустрии продукта, опыта управления, маркетинга, финансов, технического опыта в соответствующей сфере. Понимание конкретного рынка и опыт работы в нем может выступить в качестве отдельного важного критерия. Параметр важен с точки зрения возможности адаптировать продукт стартапа к требованиям потребителя, выстраивания стратегии развития стартапа. Предлагается определить отдельный критерий – понимание конкретного рынка и опыт работы в нем. При этом укомплектованность команды и опыт управляющей команды (управления, технический, маркетинга) определить в качестве еще одного отдельного критерия.

Названные три критерия с соответствующими аспектами предлагается рассматривать в качестве составляющих группы «характеристика управленческой команды» (табл. 4.2).

Таблица 4.2

Характеристика управленческой команды

Группа критериев	Критерии	Аспекты
Характеристика управленческой команды	Управленческий потенциал	1. Уровень убедительности представления концепции стартапа
		2. Уровень работоспособности и настойчивости при управлении
		3. Способность выявлять риски, грамотно их оценивать и реагировать
		4. Способность определять проблемы, ставить задачи и распределять обязанности
		5. Способность мотивировать сотрудников
		6. Добросовестность в работе, способность учитывать детали
		7. Степень приверженности идее проекта

Группа критериев	Критерии	Аспекты	
	Понимание конкретного рынка и опыт работы в нем	1. Опыт работы и экспертизы на конкретном рынке	
		2. Готовность к реализации выбранной стратегии	
	Укомплектованность команды и опыт управляющей команды (управления, технический, маркетинга, финансовый)		1. Полнота управленческой команды
			2. Наличие навыков и опыта в технической части проекта
			3. Наличие навыков и опыта в управлении
			4. Наличие навыков и опыта в маркетинге
		5. Наличие навыков и опыта в финансах	
		6. Наличие и характер сделок предпринимателя	

Следующим элементом, который присутствует в любом стартапе, является продукт или технология. Именно вокруг продукта или технологии строится вся деятельность, в том числе обеспечивается набор необходимой команды, разрабатывается стратегия и бизнес-план, идет работа, направленная на увеличение доли рынка.

В части продукта важнейшим элементом является его способность решать имеющуюся проблему, при этом продукт должен обладать конкурентными преимуществами. Следует отметить, что отдельные критерии, например, конкурентные преимущества, одновременно связаны с продуктом и рынком (корреляция показателей). Такая ситуация в целом свойственна для многих критериев. В контексте разработки методологии оценки инвестиционной привлекательности стартапов авторы исходят из задачи четкого разграничения критериев между группами. Так, с учетом проведенного авторами исследования, определено 12 различных критериев характеристики продукта или технологии (табл. 4.3).

Таблица 4.3

Критерии характеристики продукта или технологии

Характеристика продукта или технологии	Наличие согласно классификациям				
	Кл 1	Кл 2	Кл 3	Кл 4	Кл 5
1. Наличие полезности у продукта для потребителя / решение проблемы потребителя	+				+
2. Продукт является более совершенным, чем иные существующие продукты в данной отрасли / конкурентные преимущества	+			+	+
3. Уровень инновационности продукта	+				
4. Продукт может быть назван высокотехнологичным	+				
5. Продукт или технология защищены правом интеллектуальной собственности (патент, лицензия)	+				
6. Стадия разработки продукта завершена (наличие минимальной работающей модели) / фаза развития проекта	+		+		
7. Доказано принятие продукта потребителями / тенденции	+				+
8. Наличие потенциала создать целую продуктовую линию	+				
9. Идея продукта				+	
10. Уникальность продукта и технологии		+		+	+
11. Легкость повторения продукта					+
12. Скорость развития продукта					+

Анализ приведенных в табл. 4.3 критериев позволяет заключить, что большая часть из названных критериев связана с конкурентными преимуществами продукта или технологии. В той или иной степени названного аспекта касаются критерии уровня инновационности, решения проблемы, имеющейся у потребителя. С учетом указанного представляется обоснованным применительно к группе критериев характеристики продукта или технологии выделить критерий конкурентных преимуществ продукта или технологии.

Для оценки по данному критерию необходимо рассмотрение проекта с точки зрения указанных аспектов, а также легкости повторения

продукта, потенциала для создания целой серии продукта, вопросов интеллектуальной собственности. Также представляется важным отметить критерий принятия продукта потребителями, что является ключевой предпосылкой для обеспечения доходности проектом.

Для оценки принятия продукта потребителями применяются различные метрики (юнит-экономика проекта), в частности LTV (пожизненная ценность клиента), САС (стоимость привлечения одного клиента), MRR (регулярная повторяющаяся месячная выручка).

Названные два критерия вместе с соответствующими аспектами предлагается рассматривать в качестве составляющих группы характеристики продукта или технологии (табл. 4.4).

Таблица 4.4

Характеристика продукта или технологии

Группа критериев	Критерии	Аспекты
Характеристика продукта или технологии	Конкурентные преимущества продукта или технологии	1. Решение проблемы потребителя
		2. Уровень инновационности продукта
		3. Наличие потенциала создать целую продуктовую линию
		4. Легкость повторения продукта
		5. Уникальность продукта и технологии
		6. Продукт или технология защищены правом интеллектуальной собственности (патент, лицензия)
	Принятие продукта потребителями	1. Расчет и прогнозирование стоимости привлечения одного клиента (САС)
		2. Расчет и прогнозирование пожизненной ценности клиента (LTV)
		3. Расчет и прогнозирование регулярной повторяющейся месячной выручки
		4. Определение и прогнозирование тенденций

Следующей группой критериев, которую необходимо включить в методологию оценки инвестиционной привлекательности стартапа, является «характеристика рынка». Природа института венчурного

инвестирования заключается в том, что для венчурных инвесторов представляют интерес только те проекты, которые потенциально рассчитаны на мировой рынок, в противном случае весьма проблематично рассчитывать на окупаемость инвестиций. С учетом указанного, критерии, связанные с рынком, приобретают особое значение, ведь потенциал выхода на рынок, выходящий за границы одного государства или региона, а в идеале на мировой рынок, является условием инвестирования VC в стартап. Исходя из анализа ряда классификаций критериев, определены 15 наиболее распространенных критериев характеристики рынка (табл. 4.5).

Таблица 4.5

Критерии характеристики рынка

Характеристика рынка	Наличие по классификациям				
	Кл 1	Кл 2	Кл 3	Кл 4	Кл 5
1	2	3	4	5	6
1. Целевой рынок обладает высокими темпами роста / рост рынка и его привлекательность / размер и рост рынка	+	+	+		+
2. На целевом рынке предполагается слабая конкуренция в течение трех ближайших лет	+				
3. Наличие каналов дистрибуции	+		+		
4. Товар может выйти на международные рынки	+				
5. Полностью новый рынок может быть сформирован стартапом	+				
6. Характер уже установленного рынка / доля рынка		+	+		
7. Сезонность рынка		+	+		
8. Чувствительность к экономическим циклам		+			
9. Локация бизнеса / территориальная близость проекта фонду		+			
10. Степень консолидации рынка			+		
11. Возможность сохранить рыночные позиции / устойчивая конкурентная позиция на рынке		+	+		
12. Легкость выхода на рынок		+	+		
13. Характер и накал конкуренции		+	+		+

Окончание табл. 4.5

1	2	3	4	5	6
14. Способность создавать барьеры на рынке после входа на него		+			
15. Факторы, позволяющие прогнозировать спрос на продукт					+

Из табл. 4.5 следует, что критерий размер и рост рынка является базовым при оценке рынка. Соответствующий критерий может быть рассчитан или спрогнозирован через ряд показателей: потенциальный объем глобального рынок (англ. Potential Available Market, PAM), общий объем целевого рынка (англ. Total Addressable Market, TAM), доступный объем рынка (англ. Served/Serviceable Available Market, SAM), реально достижимый объем рынка (англ. Serviceable & Obtainable Market, SOM). Ряд критериев в группе характеристики рынка касается конкуренции. В отдельных классификациях конкуренция выделяется в отдельную группу критериев. Авторы исходят из того, что критерии конкуренции более правильно рассматривать в группе характеристики рынка, так как конкуренция тесно связана с рынком. При анализе уровня конкуренции предлагается учитывать, в частности, вопросы простоты выхода на рынок, потенциал создания барьеров при выходе на рынок, возможность сохранения рыночных позиций. Таким образом, предлагается включить в группу характеристики рынка два критерия: размер и рост рынка, характер и накал конкуренции (табл. 4.6).

Таблица 4.6

Характеристика рынка

Группа критериев	Критерии	Аспекты
Характеристика рынка	Размер и рост рынка	1. Глобальный рынок (PAM)
		2. Объем целевого рынка (TAM)
		3. Доступный объем рынка (SAM)
		4. Реально достижимый объем рынка (SOM)
		5. Анализ темпов роста рынка
		6. Занимаемая доля рынка
		7. Потенциал формирования стартапом полностью нового рынка

Группа критериев	Критерии	Аспекты
	Характер и накал конкуренции	1. Оценка наличия конкурентов и их значимости
		2. Легкость выхода на рынок
		3. Способность создавать барьеры на рынке после входа на него
		4. Возможность сохранить рыночные позиции
		5. Степень консолидации рынка

Следующей группой критериев, которую предлагается включить в методологию оценки инвестиционной привлекательности стартапов, является финансовая характеристика. По большей части финансовая характеристика касается прогноза финансовых показателей работы стартапа. Рассчитываются, в частности, показатели выручки, валовой прибыли, прибыли. Оценка или прогнозирование финансовых показателей осуществляется на основании бизнес-плана и финансовой модели.

С учетом анализа различных классификаций определен ряд критериев финансовой характеристики (табл. 4.7).

Таблица 4.7

Критерии финансовой характеристики

Финансовая характеристика	Наличие согласно классификациям				
	Кл 1	Кл 2	Кл 3	Кл 4	Кл 5
1	2	3	4	5	6
1. Потенциал высокой оценки приобретенной доли	+				
2. Потенциал выхода из инвестиций / способность выхода из инвестиций	+	+	+	+	+
3. Потенциал и характер следующих раундов финансирования	+		+		+
4. Наличие потенциала получения дивидендов от доли в стартапе	+				

Окончание табл. 4.7

1	2	3	4	5	6
5. Уровень окупаемости инвестиций (ROI) в % / время окупаемости	+	+			
6. Ожидаемый уровень ежегодной доходности от инвестиционного портфеля / ожидаемая доходность	+	+		+	
7. Время выхода на безубыточность		+	+		+
8. Масштаб добавленной стоимости продуктов / услуг			+		
9. Оценка стоимости бизнеса			+		

В части финансовой характеристики предлагается выделить критерий «ключевые финансовые показатели», под которым предлагается рассматривать показатели (прогнозные показатели) в части выручки, валовой прибыли.

Вторым критерием предлагается определить доходность инвестиций, которая может быть рассчитана по различным моделям (табл. 4.8).

Таблица 4.8

Финансовая характеристика

Группа критериев	Критерии	Аспекты
Финансовая характеристика	Ключевые финансовые показатели	1. Выручка
		2. Валовой доход
		3. Доход
		4. Скорость сгорания средств (burn rate)
	Доходность инвестиций	1. По мультипликатору EV / EBITDA
		2. По мультипликатору EV / Revenue
3. В соответствии с индексом доходности		

Названные стороны стартапа с точки зрения предпринимателя могут быть гармонично связаны через стратегию развития стартапа. Стратегия фактически должна отвечать на вопросы о том, как будет развиваться продукт, как будет обеспечиваться продвижение на

рынке, как будет совершенствоваться команда стартапа. При этом названные стороны должны предлагаться в стратегии в контексте имеющихся ресурсов и рисков. Следует отметить, что критерий стратегии фигурирует в отдельных классификациях. В разрабатываемых методических рекомендациях авторы предлагают стратегию, определяющую на уровне группы критериев следующие аспекты для анализа: план развития продукта, финансовый план, маркетинговый план, план развития команды (табл. 4.9).

Таблица 4.9

Характеристика стратегии

Группа критериев	Аспекты
Характеристика стратегии	1. План развития продукта
	2. Финансовый план
	3. Маркетинговый план
	4. План развития команды

Следующей группой критериев, которая, как правило, отдельно выделяется в большинстве классификаций, является характеристика выхода из инвестиций. Выход из инвестиций для венчурного фонда является целью, в этой связи вопросам выхода из инвестиций уделяется особое внимание. Для комплексной оценки привлекательности стартапа по такому критерию подлежит анализу рынок с точки зрения возможных стратегических инвесторов (табл. 4.10).

Таблица 4.10

Характеристика выхода из инвестиций

Группа критериев	Аспекты
Характеристика выхода из инвестиций	1. Подходы к выходу из инвестиций
	2. Анализ различных рынков на предмет наличия потенциальных инвесторов
	3. Рассмотрение рынка с точки зрения наличия стратегических инвесторов и степени их потенциальной заинтересованности

Важным аспектом для оценки инвестиционной привлекательности являются условия сделки. При рассмотрении данной группы важным является возможность закрепить защитные положения для венчурного фонда, в частности, возможность влияния на развитие проекта, участие в Совете директоров. Также важным вопросом представляется наличие и других инвесторов в проекте. Уровень («масштаб») цены сделки также важен, что может проявиться в низкой оценке инвестиционной привлекательности проекта. Названные критерии в части характеристики сделки закреплены в проанализированных классификациях (табл. 4.11).

Таблица 4.11

Критерии характеристики сделки

Характеристика сделки	Наличие согласно классификациям				
	Кл 1	Кл 2	Кл 3	Кл 4	Кл 5
1. Стадия требуемого инвестирования		+			
2. Количество и характер со-инвесторов в проекте		+			
3. Способность оформить сделку		+			
4. Наличие важных неопределенных аспектов		+			+
5. Объем защиты инвесторов			+		+
6. Способность инвесторов влиять на развитие стартапа / возможность влиять на бизнес		+	+		+
7. Возможность структурирования сделки			+		
8. Уровень цены сделки					+

В части характеристики сделки предлагается выделить критерий объем защиты инвесторов, при котором анализировать, в частности, возможность влиять на развитие стартапа (например, иметь представителя в совете директоров проекта), наличие благоприятных для венчурного фонда правил дополнительного приобретения акций стартапа, продажи акций.

Отдельным критерием предлагается определить привлекательность цены сделки, что является одним из важнейших аспектов с точки зрения венчурного фонда.

Также предлагается определить критерий наличия иных инвесторов, что повышает вероятность успеха проекта.

Таким образом, авторами сформирована группа критериев «характеристика сделки» (табл. 4.12).

Таблица 4.12

Характеристика сделки

Группа критериев	Критерии	Аспекты
Характеристика сделки	Объем защиты инвестора	1. Возможность влиять на развитие стартапа
		2. Наличие благоприятных для Фонда правил дополнительного приобретения акций стартапа, продажи акций
		3. Наличие благоприятных для Фонда правил продажи акций
	Привлекательность цены сделки	
	Наличие иных инвесторов	

В рамках создания методических рекомендаций по оценке характеристики инвестиционной привлекательности стартапов сформирован список из семи групп с соответствующими критериями (табл. 4.13). С учетом того, что в группах характеристики стратегии и характеристики выхода из инвестиций не определены отдельные критерии, то такие группы можно рассматривать в качестве самостоятельных критериев, таким образом, общее количество критериев составило 14.

Таблица 4.13

Список групп критериев и входящих в них критериев

Группа критериев	Критерии
1. Характеристика управленческой команды	Управленческий потенциал
	Понимание конкретного рынка и опыт работы в нем
	Укомплектованность команды и опыт управляющей команды (управления, технический, маркетинга, финансовый)

Группа критериев	Критерии
2. Характеристика продукта или технологии	Конкурентные преимущества продукта или технологии
	Принятие продукта потребителями
3. Характеристика рынка	Размер и рост рынка
	Характер и накал конкуренции
4. Финансовая характеристика	Ключевые финансовые показатели
	Доходность инвестиций
5. Характеристика стратегии	
6. Характеристика выхода из инвестиций	
7. Характеристика сделки	Оценка защиты инвестора
	Привлекательность цены сделки
	Наличия иных инвесторов

Авторы предлагают придать каждой группе критериев и критериям внутри групп свой удельный вес по отношению к общей сумме оценки проекта в соответствии с *максимально достижимыми на практике уровнями значений признаков* критериев. Следовательно, в рамках проработки такого подхода подлежит определению уровень значения, значимости отдельных групп критериев.

Прежде чем перейти к определению значения каждого критерия представляется важным определить шкалу, по которой будет оцениваться каждый стартап. Для данного (второго) этапа инвестиционного процесса Фонда предлагается установить для оценки пятибалльную шкалу. Характеристике ноль баллов соответствует минимальное значение состояния критерия, характеристике пять баллов – максимальное значение состояния критерия (для критерия характер и накал конкуренции максимальное значение – 0, минимальное – 5). При этом предлагается определить значение в полбалла в качестве цены деления шкалы.

Переходя к вопросу об определении значения (уровня значимости) каждой группы критериев, следует отметить, что в профессиональной среде, в том числе в академических кругах, продолжается дискуссия о том, что важнее при определении инвестиционной привлекательности проектов: управленческая команда или сам продукт

и связанные с ним аспекты. В научной доктрине соответствующий спор описывается как дилемма о важности жокея (управленческая команда) и скакуна (продукт, рынок, стратегия развития) [3, с. 4]. В контексте дискуссии об особой важности команды или продукта и относящихся к нему аспектов представляется важным отметить, что управленческая команда может подвергаться изменениям в ходе реализации проекта, в то время как продукт обладает большей стабильностью. Вместе с тем именно управляющая команда является ядром, который обеспечивает развитие всего продукта и в случае его высокого качественного уровня может эффективно корректировать процесс развития проекта. Полагаем, что в условиях высокой неопределенности, которая характерна для всей венчурной индустрии, именно фактор высококвалифицированной управленческой команды обладает особым значением.

Как представляется авторам, важность, придаваемая критериям венчурными инвесторами, зависит от их специализации в финансировании проектов на отдельных стадиях развития проекта. Авторам представляется, что чем более ранняя стадия развития проекта, тем большее значение придается управленческой команде. Таким образом, наибольшее значение характеристики управленческой команды будет у стартапов ранней стадии развития, например, находящихся на посевной и начальной стадиях. В то время как на стадиях расширения и поздней стадии большее значение будет придаваться аспектам, связанным с продуктом или технологией. В соответствии с классификацией, предложенной авторами в предыдущих разделах этого пособия, Фонд финансирует проекты на начальной стадии и стадии раннего роста, что позволяет в разрабатываемой методологии определить специфически для RBF Ventures повышенное значение аспектам, связанным с управленческой командой.

Кроме того, следует отметить, что значение, придаваемое тем или иным аспектам, может варьироваться в зависимости от специализации венчурного фонда на различных сферах. Как представляется авторам, повышенное значение аспектам, связанным с продуктом, будет придаваться в сферах, обладающих высокой технологичностью. В частности, в проектах в сфере медицины будет придаваться большее значение продукту и относящимся к нему аспектам, таким как стратегия развития, рынок. Такая специфика будет заложена и учтена в разрабатываемых авторами методических рекомендациях.

С учетом обобщения названных ранее специальных источников по рассматриваемой теме и мнения опрошенных отраслевых экспертов в отечественной VC индустрии, а также, в частности специализации Фонда на начальных стадиях финансирования, авторами предлагается определить наибольший удельный вес в общей оценке инвестиционной привлекательности для характеристики управленческой команды в значении 18 %. При этом отмечая, что Фонд работает с проектами, которые, как правило, уже имеют минимально работающую модель, полагаем важным закрепить высокие показатели для характеристик продукта и рынка в значениях 17 и 15 % соответственно. Следует отметить, что финансовая характеристика в большей части носит прогнозный характер, в связи с чем ее значение предлагается определить на уровне 11 %. Характеристика стратегии является важным звеном для оценки, однако ее значение также носит предполагаемый характер, и определяется на уровне 11 %. Одним из ключевых характеристик отводится вопросам потенциала выхода из инвестиций, в связи с чем ее значение предлагается определить на высоком уровне в 16 %. Характеристика сделки будет оценена на уровне 12 % (табл. 4.14). Представленные значения уровней значимостей проверялись и согласовывались на основе метода парных сравнений экспертных оценок, применяемого в случае невозможности или затруднительности реализации эмпирических методов [35].

Таблица 4.14

Удельный вес групп критериев в %

Группа критериев	Удельный вес в % отношении
1. Характеристика управленческой команды	18 % (15 % для высокотехнологичных сфер)
2. Характеристика продукта или технологии	17 % (19 % для высокотехнологичных сфер)
3. Характеристика рынка	15 % (16 % для высокотехнологичных сфер)
4. Финансовая характеристика	11 %
5. Характеристика стратегии	11 %
6. Характеристика выхода из инвестиций	16 %
7. Характеристика сделки	12 %

Задачей следующего уровня является определение удельного веса каждого критерия в группах критериев, в которых присутствует более одного критерия: характеристика управленческой команды, характеристика продукта или технологии, характеристика рынка, финансовая характеристика, характеристика сделки. Характеристика стратегии и характеристика выхода из инвестиций являются самостоятельными критериями.

Группа «характеристика управленческой команды» состоит из трех критериев: управленческий потенциал (1), понимание конкретного рынка и опыт работы в нем (2), укомплектованность команды и опыт управляющей команды (управления, технический, маркетинга, финансовый) (3). Представляется, что названные критерии обладают примерно одинаковой значимостью. Видится особенно важным наличие опыта работы в конкретной сфере и понимание такой сферы с точки зрения рынка. Названному критерию предлагается определить значение в 35 %. Следующим по значимости предлагается определить критерий укомплектованности команды и опыт работы ее представителей по соответствующим направлениям – 33 %, 32 % отводится управленческому потенциалу команды (табл. 4.15).

Таблица 4.15

Значимость критериев в группе критериев
«характеристика управленческой команды» в %

Группа критериев	Удельный вес критериев в % отношении
Характеристика управленческой команды	32 % управленческий потенциал
	35 % понимание конкретного рынка и опыт работы в нем
	33 % укомплектованность команды и опыт управляющей команды (управления, технический, маркетинга, финансовый)

Группа критериев «характеристика продукта или технологии» состоит из двух критериев: конкурентные преимущества продукта или технологии (1), принятие продукта потребителями (2). Из названных критериев предлагается наибольшее значение, в 55 %, и

придать первому из них. Таким образом, критерию принятие продукта потребителями остается 45 % (табл. 4.16).

Таблица 4.16

Значимость критериев в группе критериев
«характеристика продукта или технологии» в %

Группа критериев	Удельный вес критериев в % отношении
Характеристика продукта или технологии	55 % конкурентные преимущества продукта или технологии
	45 % принятие продукта потребителями

В группе критериев «характеристика рынка» также два критерия: размер и рост рынка (1), характер и накал конкуренции (2). Согласно большинству классификаций, основным критерием в данной группе является размер и рост рынка. Данному критерию предлагается определить значение в 60 %. 40 % отводится критерию характер и накал конкуренции (табл. 4.17).

Таблица 4.17

Значимость критериев в группе критериев
«характеристика рынка» в %

Группа критериев	Удельный вес критериев в % отношении
Характеристика рынка	60 % размер и рост рынка
	40 % характер и накал конкуренции

Следующей из рассматриваемых групп критериев является группа «финансовая характеристика», состоящая из двух равнозначных критериев: ключевые финансовые показатели (1), доходность инвестиций (2) (табл. 4.18).

Таблица 4.18

Значимость критериев в группе критериев
«финансовая характеристика» в %

Группа критериев	Удельный вес критериев в % отношении
Финансовая характеристика	50 % ключевые финансовые показатели
	50 % доходность инвестиций

Группа «характеристика сделки» состоит из трех критериев: о защите инвестора (1), привлекательность цены сделки (2), наличия иных инвесторов (3). Наибольшее значение в рассматриваемой группе критериев предлагается определить в размере 50 % за критерием привлекательность уровня цены сделки. За вопросом защиты инвесторов предлагается определить значимость в 35 %. Наименьшее значение, в 15 %, предлагается придать наличию иных инвесторов в стартап (табл. 4.19).

Таблица 4.19

Значимость критериев в группе критериев
«характеристика сделки» в %

Группа критериев	Удельный вес критериев в % отношении
Характеристика сделки	35 % защита инвестора
	50 % привлекательность цены сделки
	15 % наличие иных инвесторов

Таким образом, для целей использования на этапе расширенной оценки инвестиционной привлекательности стартапа со стороны Фонда сформирована «методическая матрица» критериев, состоящая из 7 групп критериев. С учетом групп критериев «характеристика стратегии» и «характеристика выхода» из инвестиций предлагаемые методические рекомендации включают 14 отдельных обязательных критериев для оценки инвестиционной привлекательности. При этом представляется, что аспекты, по которым оцениваются проекты по каждому критерию, носят рекомендательный характер и могут быть расширены либо сокращены (табл. 4.20).

Общий бал оценки инвестиционной привлекательности стартапа (интегральный показатель) на расширенном этапе оценки (X) в соответствии с принятой для практического использования «методологической матрицей» для оценки инвестиционной привлекательности на расширенной стадии рассчитывается по формуле:

$$X = 0,18K + 0,17П + 0,15P + 0,11Ф + 0,16B + 0,12СД, \quad (4.1)$$

где K – оценка по критериям в группе «характеристика управленческой команды»;

П – оценка по критериям в группе «характеристика продукта или технологии»;

Р – оценка по критериям в группе «характеристика рынка»;

Ф – оценка по критериям в группе «финансовая характеристика»;

С – оценка в группе «характеристика стратегии»;

В – оценка в группе «характеристика выхода из инвестиций»;

СД – оценка по критериям в группе «финансовая характеристика сделки».

$$K = 0,35k_1 + 0,33k_2 + 0,32k_3, \quad (4.2)$$

где k_1, k_2, k_3 – оценки по критериям в группе «характеристика управленческой команды».

$$П = 0,55п_1 + 0,45п_2, \quad (4.3)$$

где $п_1, п_2$ – оценки по критериям в группе «характеристика продукта или технологии».

$$P = 0,6p_1 + 0,4p_2, \quad (4.4)$$

где p_1, p_2 – оценки по критериям в группе «характеристика рынка».

$$Ф = 0,5ф_1 + 0,5ф_2, \quad (4.5)$$

где $ф_1, ф_2$ – оценки по критериям в группе «финансовая характеристика».

$$СД = 0,5сд_1 + 0,35сд_2 + 0,15сд_3, \quad (4.6)$$

где $сд_1, сд_2, сд_3$ – оценки по критериям в группе «характеристика сделки».

В случае рассмотрения проектов в высокотехнологичных сферах коэффициенты для формулы (4.1) для любой группы критериев, например, «характеристика управленческой команды», «характеристика продукта или технологии», «характеристика рынка» подлежат корректировке в соответствии с методологической матрицей для оценки инвестиционной привлекательности на расширенной стадии (табл. 4.20).

Таблица 4.20

«Методическая матрица» для оценки инвестиционной привлекательности на расширенной стадии

Группа критериев	Удельный вес групп критериев в %	Критерии	Удельный вес критериев в %	Аспекты (рекомендательные)
1. Характеристика управленческой команды	18 % (15 % для высокотехнологичных сфер)	Понимание конкретного рынка и опыт работы в нем	35 %	Опыт работы и экспертизы на конкретном рынке Готовность к реализации выбранной стратегии
		Укомплектованность команды и опыт управляющей команды (управления, технического, маркетинга, финансовый)	33 %	Полнота управленческой команды Наличие навыков и опыта в технической части проекта Наличие навыков и опыта в управлении Наличие навыков и опыта в маркетинге Способность мотивировать сотрудников Наличие и характер сделок предпринимателя
		Управленческий потенциал	32 %	Уровень убедительности представления концепции стартапа Уровень работоспособности и настойчивости при управлении

Группа критериев	Удельный вес групп критериев в %	Критерии	Удельный вес критериев в %	Аспекты (рекомендательные)
				<p>Способность выявлять риски, грамотно их оценивать и реагировать</p> <p>Способность определять проблемы, ставить задачи и распределять обязанности</p> <p>Способность мотивировать сотрудников</p> <p>Добросовестность в работе, способность учитывать детали</p> <p>Степень приверженности идее проекта</p>
2. Характеристика продукта или технологии	17 % (19 % для высокотехнологичных сфер)	Конкурентные преимущества продукта или технологии	55 %	<p>Решение проблемы потребителя</p> <p>Уровень инновационности продукта</p> <p>Наличие потенциала создать новую продуктовую линию</p> <p>Легкость повторения продукта</p> <p>Уникальность продукта и технологии</p> <p>Продукт или технология защищены правом интеллектуальной собственности (патент, лицензия)</p>

Продолжение табл. 4.20

Группа критериев	Удельный вес групп критериев в %	Критерии	Удельный вес критериев в %	Аспекты (рекомендательные)
		Принятие продукта потребителями	45 %	<p>Расчет и прогнозирование стоимости привлечения одного клиента (CAC)</p> <p>Расчет и прогнозирование пожизненной ценности клиента (LTV)</p> <p>Расчет и прогнозирование регулярной повторяющейся месячной выручки</p> <p>Определение и прогнозирование тенденций</p>
				<p>Глобальный рынок (РАМ)</p> <p>Объем целевого рынка (ТАМ)</p> <p>Доступный объем рынка (SAM)</p>
3. Характеристика рынка	15 % (16 % для высокотехнологичных сфер)	Размер и рост рынка	60 %	<p>Реально достижимый объем рынка (SOM)</p> <p>Анализ темпов роста рынка</p> <p>Занимаемая доля рынка</p> <p>Потенциал формирования стартового полностью нового рынка</p>
		Характер и накал конкуренции	40 %	Оценка наличия конкурентов и их значимости

Группа критериев	Удельный вес групп критериев в %	Критерии	Удельный вес критериев в %	Аспекты (рекомендательные)
				Легкость выхода на рынок Способность создавать барьеры на рынке после входа на него Возможность сохранить рыночные позиции Степень консолидации рынка
4. Финансовая характеристика	11 %	Ключевые финансовые показатели	50 %	Выручка
				Валовой доход
				Доход
				Скорость сгорания средств (burn rate)
5. Характеристика стратегии	11 %	Доходность инвестиций	50 %	По мультипликатору EV/EBITDA
				По мультипликатору EV/Revenue
				В соответствии с индексом доходности
				План развития продукта
				Финансовый план
				Маркетинговый план
				План развития команды

Группа критериев	Удельный вес групп критериев в %	Критерии	Удельный вес критериев в %	Аспекты (рекомендательные)
6. Характеристика выхода из инвестиций	16 %			Подходы к выходу из инвестиций
				Анализ различных рынков на предмет наличия потенциальных инвесторов
7. Характеристика сделки	12 %	Привлекательность цены сделки	50 %	Рассмотрение рынка с точки зрения стратегических инвесторов
				Возможность влиять на развитие стартапа
		Объем защиты инвестора	35 %	Наличие благоприятных для Фонда правил дополнительного приобретения акций стартапа, продажи акций
				Наличие благоприятных для Фонда правил продажи акций
Наличие иных инвесторов	15 %			

Полагаем, что инвестиционный процесс на стадиях оценки инвестиционной привлекательности стартапов не является статичным, а напротив характеризуется своей динамичностью. Соответствующая характеристика заключается в том, что стартап заинтересован в финансировании со стороны венчурного инвестора, в том числе для улучшения отдельных сторон своей деятельности, например возможности привлечения в руководящую команду более квалифицированных специалистов или прохождения процедур патентования, которые могут быть дорогостоящими и длительными. Полагаем, что оценка проекта только в статичном состоянии не в полной мере показывает потенциал стартапа, а ведь именно потенциал является главным фактором, в установлении которого заинтересован Фонд.

Иными словами, важно учитывать, что оценка по отдельным параметрам может быть невысокой, если оценивать проект в статичном положении. Например, в штате стартапа может отсутствовать квалифицированный маркетолог, что с учетом высокой стоимости критерия укомплектованности в соответствии с разработанной методологией существенным образом понижает вероятность финансирования со стороны Фонда.

Вместе с тем, с учетом быстрого развития рынков оперативность привлечения венчурного финансирования приобретает особое значение, что не позволяет стартапу терять время на поиски маркетолога в ущерб процессу привлечения финансирования Фондом. Кроме того, представляется, что одной из целей финансирования может являться усиление штата стартапа.

При этом, если представить, что благодаря привлечению финансирования со стороны Фонда стартап сможет улучшить оцениваемые аспекты, то общие шансы на привлечение финансирования в таком состоянии повысятся. В связи с этим авторы исходят из важности учета динамики развития проекта, то есть уже в условиях привлеченного финансирования со стороны Фонда. В противном случае Фонд упускает шанс добавить в портфель своих проектов перспективный стартап.

С учетом указанного, предлагается предусмотреть возможность учета развития проекта в условиях предоставления финансирования со стороны Фонда.

Таким образом, авторами предлагается закрепить в оценочном листе инвестиционной привлекательности на этапе расширенного анализа баллы по 14 критериям с возможностью (при наличии

необходимости) учета динамики развития стартапа в условиях уже предоставленного финансирования по любому из критериев.

В качестве достаточного для положительного решения предлагается определить значение в 3.7 балла. Значение может быть уточнено в перспективе с учетом как специфики фонда, так и специфики стартапа.

Оценочный лист является видимой стороной методологии, оценка инвестиционной привлекательности проводится в соответствии с матрицей значений каждого критерия, являющейся внутренней стороной методики (табл. 4.20, рис. 4.2).

Наименование оцениваемого проекта		
Дата рассмотрения		
Группы критериев	баллы от 0 до 5	баллы в условиях Финансирования от 0 до 5
1. Характеристика управленческой команды	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Понимание конкретного рынка и опыт работы в нем	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Укомплектованность команды и опыт управляющей команды	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Управленческий потенциал	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. Характеристика продукта или технологии	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Конкурентные преимущества продукта или технологии	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Понимание продукта потребителями	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. Характеристика рынка	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Размер и рост рынка	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Характер и накал конкуренции (0 баллов – макс. значение)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. Финансовая характеристика	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Ключевые финансовые показатели	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Доходность инвестиций	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5. Характеристика стратегии	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
6. Характеристика выхода из инвестиций	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7. Характеристика сделки	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Привлекательность цены сделки	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Объем защиты инвестора	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Наличие иных инвесторов	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Общий балл от 0 до 5	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Предлагаемое решение	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Одобрить Отклонить На доработку

Рис. 4.2. Проект оценочного листа на этапе расширенного анализа

4.3. Методические рекомендации для третьего этапа инвестиционного процесса (второй Инвестиционный комитет) венчурного фонда

Завершающим, третьим этапом инвестиционного процесса в части принятия решений об инвестировании в конкретный проект является *углубленный анализ*. Если сравнивать *углубленный анализ* с *расширенным анализом*, то первый ориентируется, прежде всего, на анализ имеющейся информации, в то время как расширенный анализ носит по большей части прогнозный характер. По своему характеру углубленный анализ во многом носит условно «негативный» характер, так как заключается в выявлении проблемных аспектов проекта. В рамках углубленного анализа осуществляется финансовая, включая налоговую, техническая и юридическая экспертизы.

Углубленный анализ, на практике, проводится с привлечением сторонних экспертов. Можно говорить о том, что экспертизы проводятся специализированными участниками рынка, которые являются профессионалами по конкретным узким вопросам, например, в сфере налогов или права. Сотрудники Фонда могут не обладать профессиональными навыками и знаниями для проведения соответствующих экспертиз. Углубленный анализ выполняет ряд важных функций, в том числе может позволить оценить перспективы рассматриваемого стартапа с новой стороны. Также возможно определение рисков, в том числе с правовой точки зрения, которым на стадии расширенного анализа уделяется незначительное внимание. В целом этап углубленного анализа является своего рода *дополнительной страховкой* для венчурного инвестора, позволяет получить больше информации об оцениваемом проекте и его команде. Таким образом, углубленный анализ *органично дополняет* расширенный анализ, проведенный силами Фонда.

С точки зрения разработки методологии для принятия решений со стороны Фонда полагаем, что процедура углубленного анализа заключается, в первую очередь, в подтверждении либо опровержении результатов оценки инвестиционной привлекательности на втором и первом этапах инвестиционного процесса.

Авторы исходят из целесообразности характеристики уровня удовлетворительности проведенных сторонних экспертиз и их соответствия ранее полученным результатам рассмотрения проекта

в соответствии со шкалой в 10 баллов. Наименьшим показателем является значение 0, наибольшим – 10. Предлагается определить значение в 1 балл в качестве цены деления шкалы. Оценки по каждому показателю суммируются и закрепляются в качестве общей оценки проекта. Авторы предлагают определить значение в 26 баллов в качестве положительного для принятия итогового решения. Таким образом, итоговая оценка проектов в соответствии с предложенной шкалой будет выполнять функцию интегрального показателя инвестиционной необходимой и достаточной привлекательности стартапа для третьего этапа инвестиционного процесса (рис. 4.3). При достижении необходимого и достаточного уровня его значения авторам видится возможным инвестиционным директором или экспертом Консультативного совета Фонда, представляющим стартап на втором Инвестиционном комитете Фонда, *рекомендовать* сделку по входу в стартап на умеренно лояльных для проекта условиях.



Рис. 4.3. Проект оценочного листа на этапе углубленного анализа

При значении интегрального показателя меньшем определенного VC фондом необходимого и достаточного уровня, но сопоставимого с ним – условия структурирования сделки должны быть менее лояльными. Однако надо помнить об обозначенном авторами аспекте возможной корректировки уровня привлекательности стартапа в динамике, с учетом раскрываемых для проекта за счет инвестирования Фондом возможностей «скрытого» потенциала.

Следует отметить, что на момент проведения авторами исследования в портфеле Фонда имелось несколько проектов на этапе пост-инвестиционного периода, по отдельным проектам намечались предпосылки для выхода. Однако как для отечественной практики венчурного инвестирования, так и белорусской стартап-экосистемы выходы хоть и имеют яркие примеры, но пока носят единичный характер на фоне стран с ведущими экосистемами. В определенном смысле национальные школа венчурного инвестирования и стартап экосистема находятся на этапе формирования. Поэтому внимание и возможности авторов данного пособия были сконцентрированы на выявленных проблемных вопросах методического и, частично организационного характера, типичных для инвестиционного периода Фонда.

Выводы и заключение

В рамках реализованного авторами пособия исследования определено доктринальное понимание механизмов выбора венчурными фондами стартапов для инвестирования. При рассмотрении методических вопросов оценки инвестиционной привлекательности стартапов необходимо учитывать общепризнанные практические подходы к стадийности механизмов венчурного инвестирования с точки зрения уровня рисков, которые уменьшаются по мере развития стартапа, и вложений, которые увеличиваются по мере его развития. При этом с учетом проведенного исследования установлено, что RBF Ventures, как институт развития национальной венчурной экосистемы и инструмент регулирования рынка, осуществляет деятельность на стадиях развития стартапов, которые соответствуют международной практике венчурного финансирования.

В контексте формирования методологии оценки инвестиционной привлекательности стартапов целесообразность ее подготовки подтверждается успешной практикой в банкинге, где сопоставимые по своему значению правила оценки кредитоспособности формализованы на уровне актов банка.

Проанализированная практика инвестиционного процесса RBF Ventures в части выбора стартапов для инвестирования свидетельствует о его стадийности, выраженной в наличии трех этапов: первичный анализ, расширенный анализ, углубленный анализ, что в целом соответствует международной VC практике.

Работа Фонда на каждом из трех этапов инвестиционной привлекательности стартапов осуществляется в условиях наличия различного объема информации об оцениваемом проекте и выделения различного объема ресурсов для анализа. Наличие различной специфики каждого этапа инвестиционного процесса является тезисом, на основании которого авторами сформировано предложение о возможности закрепления различных методических подходов к оценке стартапов на каждом из трех этапов анализа. При этом методические подходы разрабатывались в рамках данного инициативного исследования авторов, исходя из понимания обеспечения взаимосвязи трех стадий оценки, единства инвестиционного процесса с точки зрения комплексной оценки стартапа.

Подход к рассмотрению Заявки при первичной оценке заключаются в закреплении 5 показателей, на предмет наличия которых осуществляется оценка: 1) команда; 2) руководитель проекта; 3) продукт; 4) бизнес-модель; 5) потенциал выхода из инвестиций. Авторы предлагают для оценки на данном этапе использовать шкалу от 0 до 3 баллов с определением значения в 1 балл в качестве цены деления шкалы. Также на этапе первичной оценки устанавливается соответствие проекта обязательным требованиям Фонда и объем выручки. Авторами предлагается определить значение в 9 баллов для перехода работы по стартапу от первичной оценки на стадию расширенного анализа.

С учетом проведенного исследования авторы считают, что именно расширенный этап оценки является ядром всего процесса анализа проекта. Сложность определения критериев оценки на рассматриваемом этапе заключается в наличии значительного разнообразия моделей оценки и критериев оценки, которых на практике встречается более 400. В ходе исследования определено 6 групп критериев, которые как правило присутствуют в классификациях критериев оценки проектов: 1) характеристика управленческой команды; 2) характеристика продукта или технологии; 3) характеристика рынка; 4) финансовая характеристика; 5) характеристика выхода из инвестиций; 6) характеристика сделки. Авторы предлагают данные группы критериев еще дополнить характеристикой стратегии. В общей сложности предложено определить и использовать на практике 14 критериев для оценки на втором этапе. На данном этапе предлагается определить шкалу в 5 баллов с определением значения в полбалла в качестве цены деления шкалы. Также авторами предложены аспекты, которые могут рассматриваться при оценке по конкретному критерию.

При проведении такого исследования авторами предполагалось установить максимальное состояние предложенных критериев как базовый элемент методологии оценки инвестиционной привлекательности. Между тем в ходе работы у авторов сформировалась позиция о замене такого подхода на определение значения каждого критерия, в том числе максимального, в рамках экспертной (качественной) оценки, т. е. на основании знаний и опыта эксперта. Полагаем, что такой подход является обоснованным с точки зрения быстрого развития всех сфер отношений, в которых работают стартапы, а также большего значения экспертной работы.

Важнейшей частью проведенного авторами пособия исследования являлось определение удельного веса каждой группы критериев и отдельных критериев в определенных группах. Итогом стало формирование «методической матрицы» для оценки инвестиционной привлекательности на расширенной стадии анализа. Наибольший удельный вес в общей оценке закреплен за группой критериев характеристика команды – 18 %, характеристика товара или технологии – 17 %, характеристика рынка 15 %. При этом авторы приняли попытку отразить специфику отдельных высокотехнологичных сфер, например, медицины, где закреплены по названным группам удельные веса в 15 %, 19 % и 16 % соответственно.

Авторами предложено также учитывать аспект оценки проекта в динамике, в условиях полученного финансирования со стороны Фонда. Такое предложение направлено на создание условий для отбора проектов с максимальным потенциалом в развитии, имеющих «скрытый потенциал», раскрываемый за счет финансирования Фондом. Представляется, что предложение в полной мере соответствует характеру венчурной индустрии, которая работает в условиях значительной конкуренции за перспективные проекты, динамичности развития и необходимости принятия решений в сжатые сроки.

На этапе расширенного анализа авторами для внимания читателей и на суд экспертного сообщества вынесены ряд опорных значений количественных показателей. Так предлагается определить значение в 3,7 балла в качестве уровня одобрения проекта для второго этапа.

Третьим этапом оценки инвестиционной привлекательности является этап углубленной оценки. Представляется, что специфика рассматриваемого этапа заключается в оценке результатов углубленного анализа и подтверждении результатов ранее проведенной оценки на первом и втором этапах. Предлагается определить 3 показателя для оценки: 1) техническая экспертиза; 2) финансовая экспертиза; 3) юридическая экспертиза. Для оценки предложена шкала в 10 баллов с определением значения в 1 балл в качестве цены ее деления. Значение в 26 баллов определено как необходимое и достаточное для принятия положительного решения об инвестировании. Также авторы имеют рекомендации по структурированию сделки с учетом определенного значения проходного уровня и допустимого отклонения от него.

Впервые авторами предлагаются опорные «проходные» значения оценок инвестиционной привлекательности для каждой из трех стадий инвестиционного процесса. Понимая их значение и роль для успешной реализации инвестиции Фонда, предлагаем рассматривать их как дискуссионные положения для профессионального сообщества. Вместе с тем отмечаем, что введение таких понятий и практики на основе разработанных методических рекомендаций безусловно будет способствовать повышению унификации и прозрачности инвестиционного процесса Фонда.

Таким образом, по результатам проведенного авторами пособия исследования подготовлены и предлагаются вниманию читателя комплексные методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности стартапов, охватывающие все три стадии инвестиционного процесса Фонда. При этом авторы понимают состояние отечественной экосистемы венчурного инвестирования и исходят из важности дальнейшей практической реализации подготовленных методических рекомендаций или более детальных инструкций для конкретных бизнес-процессов с возможностью калибровки ее значений и самих критериев.

Практическая значимость подготовленных методических рекомендаций заключается в потенциальном повышении эффективности оценки RBF Ventures инвестиционной привлекательности стартап-проектов посредством применения *единых* для всех участвующих специалистов от инвестиционного аналитика до членов Инвестиционного комитета и Консультационного совета Фонда, обоснованных в ходе исследования и описанных в рамках представленных в этом пособии методических рекомендаций. С точки зрения интересов Республики Беларусь практическая значимость результатов данного исследования заключается в повышении вероятности возврата доли белорусской стороны в создании Фонда и получении прибыли для республиканского бюджета. При этом от эффективности работы Фонда зависят дальнейшие подходы регулятора и законодателя к развитию отрасли венчурного инвестирования в Республике Беларусь как одного из механизмов, способствующих росту деловой активности и внедрению инноваций.

ЛИТЕРАТУРА

1. Официальный сайт «Российско-белорусского фонда венчурных инвестиций» (RBF Ventures) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://rbf.vc/>. – Дата доступа: 14.09.2021.

2. Kaplan, S. N. The right questions to ask for startup success How venture capitalists evaluate entrepreneurs / S. N. Kaplan [Electronic resource]. – Mode of access: <https://review.chicagobooth.edu/entrepreneurship/2019/article/right-questions-ask-startup-success>. – Date of access: 15.04.2021.

3. Gompers, P. How Do Venture Capitalists Make Decisions? / P. Gompers, W. Gornall, S. N. Kaplan, I. A. Strebulaev [Electronic resource]. – Mode of access: <https://sites.insead.edu/facultyresearch/research/file.cfm?fid=61159>. – Date of access: 15.04.2021.

4. Hudson, E. A Review of Research into Venture Capitalists' Decision Making: Implications for Entrepreneurs, Venture Capitalists and Researchers / E. Hudson, M. Evans // Journal of Economic and Social Policy. – 2005. – Vol. 10, № 1. – P. 1. – 18.

5. Metrick, A. Venture capital and the finance of innovation / A. Metrick, A. Yasuda. – John Wiley & Sons, Inc., 2011. – 549 p.

6. Friend, V. H. Toward a model of venture capital investment decision making / V. H. Friend, R. D. Hisrich [Electronic resource]. – Mode of access: <https://pdfslide.net/documents/venture-capital-special-issue-toward-a-model-of-venture-capital-investment.html>. – Date of access: 15.04.2021.

7. Klonowski, D. The Venture Capital Deformation Value Destruction throughout the Investment Process / D. Klonowski. – Palgrave Macmillan, 2018. – 331 p.

8. Muzyka, D. Trade-offs in the investment decisions of European venture capitalists / D. Muzyka, S. Birley, B. Leleux // Journal of Business Venturing. – 1996. – № 11. – P. 273–287.

9. Klonowski, D. Venture capital in Poland. Criteria for making investment decisions / D. Klonowski // Organization and Management. – 2003. – № 1. – P. 77–90.

10. Eisele, F. German Venture Capitalists: Investment Criteria Over Financing Stages / F. Eisele, C. Haecker, R. Oesterle // International Business & Economics Research Journal. – 2004. – Vol. 3, № 3. – P. 87–104.

11. Нехорошева, Л. Н. Научно-технологическое развитие и рынок: инновационная инфраструктура, венчурная деятельность, инфраструктура : монография / Л. Н. Нехорошева. – Минск : БГЭУ, 1996. – 212 с.

12. Нехорошева, Л. Н. Развитие экосистемы венчурной деятельности и формирование новых бизнес-моделей в Республике Беларусь в контексте диджитализации и коммуникаций четвертой промышленной революции / Л. Н. Нехорошева // Научные труды БГЭУ. – Минск : БГЭУ, 2018. – Выпуск 11. – С. 306–316.

13. Малашенкова, О. Основы венчурного инвестирования. – Минск : Банкаўскі веснік, Жнівень 2012. – 52 с.

14. Лапицкая, Л. М. Венчурное финансирование // Электронная библиотека [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://elib.bsu.by/bitstream/123456789/235025/1/Venchur.pdf>. – Дата доступа: 20.08.2022.

15. Степаненко, Д. Формирование механизма венчурного финансирования в Республике Беларусь. – Минск : Банкаўскі веснік, Май 2008. – 36 с.

16. Марахина, И. В. Этапы жизненного цикла стартапа: сущность, признаки, проблемы и пути их предотвращения / И. В. Марахина // Цифровая трансформация. – Минск : Учреждение «Главный информационно-аналитический центр Министерства образования Республики Беларусь», 2021. – № 2. – С. 21–31.

17. Клюня, В. Л. Основы предпринимательской деятельности : учеб. пособие / В. Л. Клюня [и др.]. – Минск : Изд. Центр БГУ, 2019. – 309 с. : ил.

18. Старжинский, В. П. Динамика науки и инновационное развитие: пособие для магистрантов и аспирантов / В. П. Старжинский, В. В. Цепкало. – Минск : БНТУ, 2013. – 389 с., [6] л. цв. ил. : ил., табл.

19. Экономический анализ : учебник для вузов / под ред. Л. Т. Гиляровской. – 2-е изд., доп. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2004. – 615 с.

20. Щербакова, Г. Н. Анализ и оценка банковской деятельности / Г. Н. Щербакова. – М. : Вершина, 2010. – 464 с.

21. Банковское дело: современная система кредитования : учебное пособие / О. И. Лаврушин, О. Н. Афанасьева, С. Л. Корниенко; под ред. О. И. Лаврушина. – 3-е изд., доп. – М. : КНОРУС, 2007. – 264 с.

22. Вишняков, И. В. Методы и модели оценки кредитоспособности заемщиков / И. В. Вишняков. – СПб. : СПбГИЭА, 1998. – 267 с.
23. NVCA 2020 Yearbook [Electronic resource]. – Mode of access : <https://nvca.org/wp-content/uploads/2020/04/NVCA-2020-Yearbook.pdf>. – Date of access: 08.11.2020.
24. Глоссарий венчурного предпринимательства 2011 [Электронный ресурс]. – РАВИ. – Режим доступа: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/RVCA-Glossary-2011.pdf>. – Дата доступа: 08.11.2020.
25. Venture Capital Explained [Electronic resource]. – Mode of access: <https://www.bvca.co.uk/Our-Industry/Venture-Capital>. – Date of access: 08.11.2020.
26. What's Venture Capital? [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.cvca.org.cn/template/ppactemplate.asp?ArticleID=518>. – Date of access: 08.11.2020.
27. Попов, С. А. Организационно-экономический механизм эффективного управления венчурными инвестициями в российских условиях / С. А. Попов, М. Н. Переверзева, Т. В. Суркова // Вестник Южно-Уральского государственного университета. – 2009. – № 21. – С. 54–63.
28. Аммосов, Ю. П. Венчурный капитализм: от истоков до современности / Ю. П. Аммосов. – СПб. : РАВИ, 2004. – 409 с.
29. Рис, Э. Бизнес с нуля: Метод Learn Startup для быстрого тестирования идей и выбора бизнес-модели / Э.Рис; пер. с англ. – 5-е изд. – М. : Альпина Паблишер, 2015. – 255 с.
30. Tamowicz, P. Venture capital – kapitał na start / P. Tamowicz. – Polish Agency for Enterprise Development, 2004. – 86 p.
31. Каширин, А. И. Инновационный бизнес: венчурное и бизнес-ангельское инвестирование : учеб. пособие / А. И. Каширин, А. С. Семенов. – М. : Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2014. – 260 с.
32. Янковский, Р. М. Организационно-правовые формы венчурного инвестирования (часть 1): структуры венчурных фондов / Р. М. Янковский // Право и экономика. – 2017. – № 6. – С. 52–59.
33. Белая книга: рекомендации по функционированию российских посевных фондов с государственным участием [Электронный ресурс]. – РАВИ. – Режим доступа: <http://www.rvca.ru/upload/files/lib/WhiteBook-2014.pdf>. – Дата доступа: 08.11.2020.

34. Рогова, Е. М. Венчурный менеджмент : учебное пособие / Е. М. Рогова, Е. А. Ткаченко, Э. А. Фияксель. – М. : Издательский дом Высшей школы экономики, 2011. – 440 с.

35. Klonowski, D. Venture capital in Poland. Criteria for making investment decisions / D. Klonowski // Organization and Management – 2003. – № 1. – P. 77–90.

36. Герасенко, В. П. Прогностические методы управления рыночной экономикой. Часть 1 : учебное пособие. – Гомель : Белорусский центр бизнеса «Альтаир», 1997. – 320 с.

37. Kollmann, T. Evaluation Uncertainty of Venture Capitalists' Investment Criteria / T. Kollmann, A. Kuckertz [Electronic resource]. – Mode of access: https://www.researchgate.net/publication/222605646_Evaluation_uncertainty_of_venture_capitalists%27_investment_criteria. – Date of access: 15.04.2021.

Учебное издание

ШАБЕКА Владимир Леонидович
БАСАЛЫГА Александр Евгеньевич

**ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ
ТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ СТАРТАПОВ:
ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА РАННЕГО
ВЕНЧУРНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ**

Учебно-методическое пособие
для обучающихся по специальности 1-37 80 01 «Тракторы»

Редактор *А. В. Кочемарова*
Компьютерная верстка *Е. А. Беспанской*

Подписано в печать 07.10.2022. Формат 60×84 ¹/₁₆. Бумага офсетная. Ризография.
Усл. печ. л. 4,82. Уч.-изд. л. 3,80. Тираж 110. Заказ 423.

Издатель и полиграфическое исполнение: Белорусский национальный технический университет.
Свидетельство о государственной регистрации издателя, изготовителя, распространителя
печатных изданий № 1/173 от 12.02.2014. Пр. Независимости, 65. 220013, г. Минск.