

# Стратегия выхода венчурных инвесторов и предпринимателей из субъектов инновационной деятельности



**Э. А. Фияксель,**  
д. э. н., профессор, зав. кафедрой,  
зав. Центром предпринимательства  
fiyaksel@gmail.com



**Р. Гасанов,**  
аспирант  
Gasanoff.ramil@gmail.com

**Кафедра венчурного менеджмента,  
Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»**

*Стратегия выхода и методы ее оптимизации — краеугольный камень венчурных инвестиций. Несмотря на всю важность, лишь 34% ИТ предпринимателей имеют четкий план по выходу из бизнеса, который могут представить на рассмотрение венчурному инвестору. Цель работы — изучить текущее состояние научного знания в области стратегии выходов и предложить дальнейшие направления исследований. В статье предлагается определение понятия «стратегия выхода», описываются ключевые механизмы выхода венчурных инвесторов и предпринимателей, анализируются основные отечественные и зарубежные исследования в области стратегии выхода. В результате было выяснено, что на данный момент не существует устойчивой методологии, которая бы способствовала облегчению выбора механизма выхода. Таким образом, дальнейшие исследования могут быть связаны с разработкой подобной методологии.*

**Ключевые слова:** первое публичное размещение, слияния и поглощения, обратный выкуп, венчурные инвестиции, стратегия выхода.

Согласно совместному исследованию консалтинговой компании PwC и государственного фонда фондов РВК MoneyTree [9], количество совершенных выходов и их совокупное денежное выражение является основным драйвером роста венчурного рынка. Вследствие успешно осуществленных выходов индустрия получает новые денежные вливания, часть из которых впоследствии будет реинвестирована и, ожидается, принесет прибыль. По данным РАВИ за первые 3 квартала 2017 г. суммарный объем известных выходов составил всего лишь \$41 млн, что является крайне низким показателем (рис. 1) [2]. Другими словами, имеется ярко выраженный негативный тренд, который губительно влияет на рынок венчурных инвестиций. Лишь 34% предпринимателей имеют четкую стратегию выхода, поэтому одной из потенциальных причин отрицательной динамики может являться отсутствие стратегии выхода у предпринимателей и инвесторов [13].

Венчурный инвестор вкладывает в субъект инновационной деятельности с целью последующего выхода из него, поэтому выход является центральным элемен-

том венчурного цикла. Можно выделить 5 основных механизмов выхода: первое публичное размещение, продажа стратегическому партнеру, выкуп менеджментом, продажа компетенций и ликвидация.

В первом полугодии 2017 г. средний объем инвестиций в стартап составил \$0,7 млн, при этом венчурные капиталисты владеют долей размером 10-20% компании — объекта инвестиций [9]. Очевидно, что подобные инвестиции не могут приносить дивиденды в краткосрочной перспективе, так как зачастую стартапы не генерируют прибыль. Поэтому инвесторы рассчитывают на получение прибыли из IPO или при продаже стратегическому партнеру. Таким образом, стратегия выхода играет важную роль в том насколько успешными окажутся инвестиции, помогут ли они улучшить репутацию венчурной компании с тем, чтобы обеспечить рост в долгосрочной перспективе.

Для малых инновационных предприятий разработка стратегии выхода тоже немаловажна. Понимание истинных мотивов венчурных инвесторов поможет увеличить шансы на получение финансирования. Поэтому, на этапе бизнес планирования очень важно

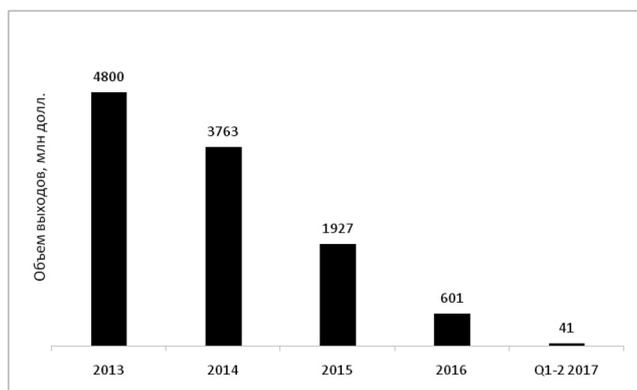


Рис. 1. Объем выходов на 1-3 квартал 2017 г.

учитывать стратегии предпринимательского выхода и выхода венчурного инвестора. Если потенциальный инвестор увидит и поверит в возможность для выхода, то это заметно увеличит шансы на получение финансирования.

На ранних этапах жизненного цикла стартапа, особенно на отечественном рынке, наиболее вероятным сценарием является выход через поглощение или обратный выкуп, а если компания окажется нежизнеспособной — ликвидация.

## Определение стратегии выхода

Для более полного понимания стратегий выходов был произведен анализ текущего состояния научной литературы в области механизмов выхода и связанных с ними проблем. Исследование позволило обобщить состояние научного знания в области выходов и выделить основные определения понятия «стратегия выхода», используемые авторами:

- Стратегия выхода — уход из сделки путем полной или частичной продажи доли в объекте инвестиций — Камин и Макинтош, 2003 [4].
- Стратегия выхода — заранее продуманный инвестором план изъятия своих инвестиций из проекта (или владельцем компании — выхода из бизнеса) в определенный момент, когда доходы пройдут максимум и начнут уменьшаться — Л. И. Лопатников, 2003 [1].
- Стратегия выхода — это план ликвидации позиции в активе в случае, когда определенные критерии выполнены или превышены — Д. Филлипс, 2014 [15].
- Стратегия выхода — это средство ухода от управления компанией после достижения заранее

определенной цели, оправдания ожиданий или наступления всех маркеров принятия решений — Д. Хоукай, 2002 [5].

Каждое определение в той или иной степени отражает сущность понятия «стратегия выхода», однако имеет свои недостатки. Например, Камин и Макинтош не берут во внимание субъектов деятельности (инвесторов, предпринимателей). Определение Л. И. Лопатникова неполно тем, что не берет в расчет важнейший показатель для инвесторов — стоимость компании. Нам близко мнение Д. Филлипса, однако, на наш взгляд, определение «стратегии выхода» должно содержать механизм ликвидации позиции в активе, а именно — продажу. Д. Хоукай скорее всего, имеет в виду стратегию предпринимательского выхода, так как берет за данность факт управления компанией.

Таким образом, проанализировав научное знание в области выходов, мы предлагаем собственное определение: стратегия выхода — это заранее продуманный инвестором или предпринимателем план действий по продаже или погашению доли в компании при достижении целевых показателей рентабельности от инвестиций.

На наш взгляд, это определение отражает сущность понятия «стратегия выхода», так как содержит в себе субъект деятельности (предприниматель или инвестор), уточнение механизма (продажа или погашение), описание триггера (целевая рентабельность от инвестиций). Стоит учитывать, что целевые показатели могут иметь как положительное значение, в случае успеха компании, так и отрицательное в случае провала.

## Основные механизмы выхода

Важнейшей составляющей любой стратегии выхода является механизм выхода. Выделяют 5 основных механизмов выхода (рис. 2).

1. Первое публичное предложение — первая публичная продажа акций акционерного общества путем их размещения на финансовой бирже.
2. Прямая продажа — обмен подконтрольной доли в объекте инвестиций на денежные средства. Покупателями в этом случае могут выступать стратегические партнеры (корпоративные покупатели) или финансовые партнеры (венчурные инвесторы, институциональные инвесторы).
3. Обратный выкуп собственным или сторонним менеджментом — используется при желании менеджмента вернуть контроль над организацией.



Рис. 2. Основные механизмы выхода

4. Продажа компетенций — относительно новый механизм выхода. При продаже компетенций объектом покупки является команда. Как правило организация ликвидируется, а все выпущенные ей продукты интегрируются в материнскую компанию.
5. Ликвидация — добровольная ликвидация бизнеса без финансового вознаграждения. Используется в случае, если содержать организацию более не имеет смысла, так как улучшение ее показателей до жизнеспособного уровня требует слишком много ресурсов (денежных средств, временного ресурса предпринимателя или инвестора).

Первое публичное предложение — наиболее часто встречающаяся в научной литературе тема. Так, О. Байар и Дж. Чеманнур [11] сравнивают два доминирующих на зарубежных рынках механизма: первое публичное предложение (IPO) и прямая продажа (M&A). В их исследовании выборка организаций разделена по принципу управления: подконтрольные предпринимателям, подконтрольные инвестору, совместно управляемые. Анализ сравнивает два механизма, учитывая множество факторов, таких как источник финансирования, бизнес модель, конкуренция на рынке, стоимость компании до и после поглощения или первичного размещения акций, тип покупателя (стратегический или финансовый партнер) и другие. Исследование имеет высокую ценность, так как представляет предиктивную модель, призванную помочь инвесторам и предпринимателям определиться с решением о стратегии выхода и вероятности успешного IPO. Модель О. Байара и Дж. Чеманнура позволяет определиться с наиболее подходящим механизмом выхода венчурных инвесторов, однако для более полного анализа необходимы исследования остальных механизмов.

Другим примером сравнения стратегии выхода через IPO и M&A является работа Б. Гуо, Ю. Лоу и Д. Перез-Кастрилло [3]. Авторы анализируют инвестиционный процесс в аспектах длительности инвестиций, стратегии выходов, источника финансирования. Основным предметом исследования при этом являются стартапы, привлекшие венчурный капитал. Авторы разделяют выборку на две категории по принципу источника финансирования. Стартапы, проинвестированные корпоративными (corporate venture capital backed) и независимыми венчурными фондами (independent venture capital backed). Предложенная ими модель позволяет с определенной степенью уверенности утверждать, что стартапы, имеющие корпоративные средства в структуре капитала, живут дольше и получают больше средств, по сравнению со стартапами, проинвестированными независимыми фондами. При этом, они эмпирически доказывают позитивную корреляцию между длительностью жизненного цикла стартапа и вероятностью выхода через прямую продажу. Также они отмечают, что с ростом объема привлеченных средств растет вероятность успешного IPO. Таким образом, авторы подчеркивают, что при определенных условиях, отраженных в модели, корпоративные венчурные фонды могут быть более привлекательны, нежели независимые.

Прямая продажа подробно анализировалась в работах М. Первана, Дж. Викича и К. Барнъяк [7]. Авторы концентрируются на изучении влияния M&A активности на экономическую эффективность компании-покупателя. Для выполнения задачи они проанализировали выборку из 116 компаний, приобретенных в промежутке между 2008 и 2011 гг. В результате исследования не удалось выявить статистически значимой разницы между производительностью родительской и дочерней компании до и после сделки. Однако, У. Мальмендири, Ф. Питерс [14] предлагают новый подход к измерению долгосрочной отдачи от слияний. В своем исследовании закрытых аукционов на приобретение компаний они используют данные о производительности проигравших для построения контрфактического анализа выигравшей стороны. Другими словами, они создали модель, которая позволяет предсказать что было бы, если бы выигравшая сторона проиграла аукцион. Было обнаружено, что до аукциона ряд критериев производительности обеих компаний двигался соразмерно (что позволяет включить их в одну выборку), однако после конкурса производительность выигравшей стороны падала в среднем на 24% в США и на 14% в международной выборке. Доказанная эмпирическая модель позволяет инвесторам более детально оценивать риски и оптимизировать M&A активность в долгосрочной перспективе.

Обратный выкуп был рассмотрен М.Врайтом, С. Томпсоном и К.Робби [8]. Авторы проанализировали 182 сделки по обратному выкупу на зарубежных рынках (США, Великобритания). Результаты говорят о перспективе сокращения агентских и предпринимательских издержек в рамках обратного выкупа. При этом, как выяснили исследователи, основным мотивом обратного выкупа является последующее размещение акций на фондовых биржах. Однако, абсолютное большинство сделок по обратному выкупу заканчивалось прямой продажей, а не первичным публичным предложением.

Известно, что обратный выкуп является нежелательным механизмом выхода инвестора из объекта инвестирования. Как правило, к этому механизму прибегают в случае недостижения целевых показателей, или конфликта между инвесторами и предпринимателями. Однако, среди всех механизмов обратный выкуп является самым быстрым способом вернуть вложенные средства полностью или частично, позволяя реинвестировать их в другие проекты.

Продажа компетенций (англ. *acqui-hiring*) является относительно новым механизмом выхода среди высокотехнологичных предпринимателей. Еще в начале 1990-х гг. механизм был распространен на рынках финансов, страхования и юриспруденции. Крупные игроки этих отраслей выкупали команды, работающие внутри конкурентов. Основным мотивом при этом являлось переманивание клиентов, которых обслуживали эти команды. Сегодня, при продаже компетенций поглощаемая компания, как правило, прекращает свое существование и останавливает выпуск продуктов. Основным мотивом к поглощению служит НИОКР в высокотехнологичной сфере: разработка

искусственного интеллекта, машинное обучение, big data, виртуальная и дополненная реальность. Лидером в области покупки компетенций выступает корпорация Facebook, поглотившая порядка 12 команд в период с 2005 по 2013 г. Механизм привлекателен для корпораций тем, что позволяет заметно занижать стоимость приобретения и избавляться от нежелательных активов и интеллектуальной собственности, оставляя при этом наиболее ценный ресурс — компетенции. Для предпринимателей и инвесторов механизм выгоден тем, что позволяет быстро вернуть свои средства, пусть и с чуть меньшим мультипликатором. На данный момент, ввиду отсутствия открытых данных публикаций на эту тему не найдено.

Ликвидация является наиболее нежелательным результатом. В ходе добровольной ликвидации инвестор несет убытки в полном или частичном размере проинвестированной суммы. Однако, помимо вложенных денежных средств венчурные инвесторы вкладывают в проекты так называемые «smart money». Собственное время, консультации, способствуют налаживанием связей, другими словами, работают над проектом, которому не суждено оправдать свои ожидания. Поэтому, в ряде случаев ликвидация является вынужденным, но оправданным шагом. Она освобождает инвестора для ведения более перспективных компаний, позволяя расширять портфолио проектов.

## Оценка готовности бизнеса к выходу

Лишь немногие проинвестированные стартапы достигнут IPO. Большинство фирм — объекты для прямой продажи. Только 34% стартапов имеют проактивную стратегию выхода, в то время как инвесторы оценивают важность наличия стратегии в 4,16 из 5,0 баллов [13]. Это говорит о том, что наличие стратегии выхода — важно, в том числе, для привлечения начального финансирования. Конечно, наличие опытной команды, отличного продукта, уверенного конкурентного преимущества необходимы для выживания, но выход — то, на чем действительно сосредоточены инвесторы.

Проблемой важности наличия стратегии выхода и оценки готовности бизнеса к выходу занимался Др. Т. МакКаскил. В своей книге «Ultimate Exits» он описывает процесс подготовки бизнеса к выходу с помощью трех индексов: первый оценивает степень осведомленности и готовности стейкхолдеров к выходу, второй — стратегию продажи компании, третий — состояние внутренних управленческих процессов, необходимых для осуществления выхода. В совокупности, эти три индекса дают комплексную, взвешенную оценку готовности бизнеса к выходу [13].

Первый индекс — «Awareness and Alignment Index» был разработан для оценки подготовленности предпринимателя, стейкхолдеров и управленческой команды к возможной продаже бизнеса. Используя ААИ, предприниматель может определить готовы ли менеджеры и акционеры принять участие в продаже.

Второй индекс — «The Strategy Index» призван помочь предпринимателю в процессе определения потенциальных покупателей, связи с ними, назначению

подходящих консультантов и подготовке компании к сделке. Здесь рассматривается не только юридическая экспертиза фирмы и ее финансовый аудит, но и проблемы создания ценности для компаний-покупателей, наращивание стоимости, привлечение большего количества приобретателей. SI позволяет предпринимателю комплексно подойти к процессу продажи и рассмотреть основные элементы построения уверенной стратегии продажи.

Последний индекс — «Operations Management Index» служит чеклистом для оценки качества операций управленческой команды. Его основная цель — регламентировать действия менеджмента. Это позволяет снизить риски для покупающей компании. Компании, набирающие более высокие показатели по ОМІ, легче оцениваются покупателями и имеют более высокие шансы на ранний выход. Кроме того такие организации более эффективно управляются, поэтому аллокация управленческих ресурсов и микроконтроль со стороны покупателя не нужны. ОМІ помогает определить насколько качественно разработаны внутренние регламенты и определить области, в которых требуются улучшения.

Подготовка к выходу — длительный и трудоемкий процесс. Существует целый алгоритм действий, которого нужно придерживаться с тем, чтобы обеспечить наибольшую прибыль от выхода.

Каждый из индексов формируется путем оценки 25-30 (в зависимости от индекса) утверждений по шкале Лайкерта. В результате получается средневзвешенная оценка. Очевидно, что чем выше оценка — тем выше вероятность осуществления успешного выхода. Каждый атрибут, описываемый индексами ААИ, SI, ОМІ помогает определить состояние готовности бизнеса в целом. Крайне маловероятно, что компания наберет максимальные результаты по всем пунктам, однако, следование простой структурированной оценке позволит выявить слабости и сфокусироваться на их решении. Цель каждого отдельного индекса — помочь предпринимателю трезво оценить шансы на успешный выход и оптимизировать стратегию достижения этого результата. Таким образом, Том МакКаскил предоставляет комплексный, системный подход к подготовке и оптимизации стратегии выхода.

Важно понимать, что BERI МакКаскила рассчитан лишь на выход через продажу стратегическому партнеру и не учитывает другие, не менее важные механизмы выхода. На данный момент продажа стратегическому партнеру — доминирующий на отечественном рынке механизм, однако обратный выкуп тоже занимает заметную часть, а продажа компетенций имеет высокий потенциал, так как происходит заметно быстрее остальных механизмов.

## Заключение

Экспертиза разработки стратегии выхода, разрабатываемой на ранних стадиях, является ключевой для понимания факторов принятия решения инвесторов. Как отмечает Венберг, «формирование нового бизнеса требует принятия стратегически важных решений, во многом определяющих успех будущего

предприятия». Наряду с другими стратегиями развития (финансовыми, маркетинговыми, продуктовыми, человеческих ресурсов), стратегия выхода влияет на решения о финансировании, приобретении ресурсов, принятия рисков, роста и т. д. Таким образом, инсайты о ранних стратегиях выхода не только способствуют пониманию выходов, но и предоставляют важные сведения о принятии финансовых решений венчурных инвесторов [6].

Исходя из произведенного анализа, мы можем говорить о том, что проблема выхода венчурных инвесторов из малых инновационных предприятий недостаточно изучена не только в Российской, но и в зарубежной научной литературе. Создание методики оптимизации стратегии выхода, сравнение стратегий и выявление наиболее подходящих к конкретным условиям является востребованной темой для изучения.

#### *Список использованных источников*

1. Л. И. Лопатников. Экономико-математический словарь: словарь соврем. экон. науки. М.: Дело, 2003. 519 с.
2. Обзор рынка. Прямые и венчурные инвестиции. РАВИ, 2017. <http://www.rvca.ru/rus/news/2017/08/16/rvca-yearbook-I-2017>.
3. B. Guo, Y. Lou, D. Perez-Castrillo, 'Investment, Duration, and Exit Strategies for Corporate and Independent Venture Capital-backed Start-ups'//Barcelona GSE Working Paper Series. Working Paper no 602, 2011.
4. J. Cumming, G. MacIntosh, 'A Cross-Country Comparison of Full and Partial Venture Capital Exits'//Law and economics research paper No. 01-04, 2003
5. J. Hawkey, 'Exit Strategy Planning: Grooming Your Business for Sale Or Succession'. Goover Publishing Ltd., 2002. 81 p.
6. K. Wennberg, J. Wiklund, 'Reconceptualizing Entrepreneurial Exit: Divergent Exit Routes and Their Drivers'//Journal of Business Venturing, 2010. 48 p.
7. M. Pervana, J. Višića, K. Barnjaka, 'The impact of M&A on company performance: Evidence from Croatia'//Procedia Economics and Finance, 23, 2015.
8. M. Wright, S. Thompson, K. Robbie. 'Venture capital and management-led, leveraged buyouts: a European perspective'// Journal of Business venturing, 7.1, 1992: 47-71.
9. MoneyTree report 2016, N.Y.: PricewaterhouseCoopers, 2016. [https://www.pwc.com/us/en/moneytreereport/assets/MoneyTree\\_Report\\_2016.pdf](https://www.pwc.com/us/en/moneytreereport/assets/MoneyTree_Report_2016.pdf).
10. National Venture Capital Association Yearbook 2013, N. Y.: Thomson Reuters, 2013. 110 p. [http://www.nvca.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=257&Itemid=103](http://www.nvca.org/index.php?option=com_content&view=article&id=257&Itemid=103).
11. O. Bayar, T. Chemmanur, 'IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture Capitalists' 46, 2011, 1755-1793.
12. R. Cressy, 'Venture Capital'//The Oxford Handbook of Entrepreneurship, 2008.
13. T. McKaskill. 'Ultimate exits'. Australian Graduate School of Entrepreneurship, 2010.
14. U. Malmendier, E. Moretti, F. Peters, 'Winning by losing: Evidence on the long-run effects of mergers'. NBER Working paper series, Working Paper 18024.
15. V. Maksimovic, G. Phillips, N. R. Prabhala, 'Post-mergers restructuring and the boundaries of the firm'. NBER Working paper series, Working Paper 14291.

#### **Venture investors' and entrepreneurs' exit strategies from innovative companies**

**E. A. Fiyaksel**, doctor in economics, professor, head of department, head of Center for entrepreneurship.

**R. Gasanov**, graduate student.

(Venture management department, National research university Higher school of economics)

Exit strategy is a cornerstone of the venture investments. Despite its importance, only 34% of IT entrepreneurs have a solid exit plan, that they can provide to venture capitalist for his consideration. The purpose of this article is to study the current state of scientific literature in the field of exit strategy and offer the vectors for further researches. In the article we offer our own definition of the 'exit strategy', describe primary exit mechanisms of VCs and business owners, analyze key foreign and domestic scientific literature. As a result, we found out that currently there are no methods that would help to simplify the selection of the exit mechanism. Thus, future researches could be tied with the development of such methods.

**Keywords:** IPO, M&A, LBO, venture investments, exit strategy.