

Р.С. ПШЕНИЧНИКОВ

Роман Сергеевич ПШЕНИЧНИКОВ — аспирант кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса СПбГУЭУ.

В 2009 г. окончил СПбГУЭФ.

Автор 10 публикаций.

Область научной специализации — венчурное инвестирование, корпоративные финансы.



СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ ВЕНЧУРНЫХ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ*

Венчурное финансирование подразумевает осуществление инвестиций путем вхождения в акционерный капитал компаний и возможного предоставления долгового финансирования в высокорисковые инвестиционные проекты и/или компании, обладающие потенциалом к быстрому росту, находящиеся на ранних стадиях развития и нацеленные на работу в инновационных секторах экономики или реализующие на рынке новые модели ведения бизнеса в уже сложившихся традиционных отраслях. Венчурный капиталист, т. е. лицо, осуществляющее данные инвестиции, может являться физическим и/или юридическим лицом или их объединением.

Формируя инвестиционный портфель, венчурный капиталист оценивает каждую потенциальную портфельную компанию. «Оценка молодой или начинающей фирмы есть приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков от ее деятельности» [1, с. 851]. При этом в случае инвестирования в инновационный бизнес таких распространенных источников информации для оценки, как финансовая отчетность, или данных о сопоставимых фирмах может и не быть. Следовательно, традиционные вариации доходного, затратного и сопоставительного подходов не всегда пригодны для оценки инвестиционных проектов и компаний в венчурном инвестировании. Перед венчурным капиталистом встает вопрос о применимости тех или иных методов оценки бизнеса и показателей эффективности осуществления инвестиций. Для выбора наиболее подходящих и надежных методов предлагаем руководствоваться двумя основными критериями: стадия развития компании и этап осуществления инвестиций. Рассмотрим их более подробно.

В «Международных директивах по оценкам прямых и венчурных инвестиций» указывается, что основным критерием при выборе методов является их соответствие природе, фактам и обстоятельствам инвестиции [3]. Выбираются наиболее подходящие методы оценки венчурных инновационных проектов и вслед за этим проверяется, насколько они соответствуют данному конкретному случаю, опираясь на имеющуюся информацию и определенные суждения. При этом учитываются следующие факторы: 1) применимость выбранных методов в данной отрасли индустрии и в текущей рыночной ситуации; 2) качество и надежность данных, используемых в каждом методе; 3) сравнимость данных, касающихся предприятия или сделки; 4) стадия развития предприятия; 5) способность предприятия генерировать устойчивые доходы или положительный денежный поток; 6) любые частные проблемы, касающиеся конкретного предприятия.

Приведем наиболее широко применяющиеся фондами прямых и венчурных инвестиций методы оценки уже осуществленных инвестиций: а) цена последней инвестиции; б) мультипликаторы; в) чистые активы; г) дисконтированные денежные потоки или прибыль (основного бизнеса); д) дисконтированные денежные потоки (от инвестиции); е) отраслевые контрольные показатели оценок стоимости — в структуре активов фонда [там же, с. 25]. Не все методы, применяемые для оценки портфельных компаний, будут подходить для вновь отбираемых реципиентов инвестиций.

В процессе отбора проектов для инвестирования венчурный капиталист, в первую очередь, обращает внимание на доходность тех или иных инвестиций. Инвестиции могут быть оценены различными методами, при этом построение моделей оценки бизнеса может быть весьма длительным и трудоемким. Но уже на первоначальном этапе отбора портфельных компаний требуется оценить примерную доходность инвестирования в те или иные проекты. Для этого целесообразно использовать так называемый «метод венчурного капитала» ввиду его простоты и быстрого расчета конечных данных для инвестора, включающих внутреннюю норму доходности инвестиций при заданном проценте владения инвестором акций инвестируемой компании. Сразу отметим, что данный метод следует использовать только для примерной оценки планируемой инвестиции в целях отбора инновационных проектов.

По методу венчурного капитала весьма часто оцениваются компании с хорошими перспективами, находящиеся на ранних стадиях развития, но стоимость бизнеса которых не поддается оценке с помощью традиционных методов ввиду того, что компания-мишень недолго существует на рынке и ее доходы неординарны и подвержены сильной волатильности. Деятельность компании в первые годы, следующие за инвестицией от венчурного капиталиста, как правило, убыточна. Метод венчурного капитала учитывает эти реалии и фокусируется на прогнозной стоимости компании, рассчитываемой на планируемую дату выхода инвестора из проекта. Порядок применения данного метода можно описать следующим образом.

Шаг 1. Расчет терминальной стоимости. Терминальная стоимость рассчитывается на определенный момент в будущем. Она увязывается с планируемой датой выхода венчурного капиталиста из проекта, обычно отстоящей от момента инвестирования на 3–7 лет. Очень часто терминальная стоимость рассчитывается с использованием мультипликатора цена/прибыль, соотносимого с прогнозируемой чистой прибылью компании на планируемую дату выхода.

Шаг 2. Приведение терминальной стоимости к текущей стоимости. По методу NPV-проекта для приведения к текущей стоимости ежегодных денежных потоков и терминальной стоимости в качестве ставки дисконтирования берется средневзвешенная стоимость капитала. Согласно методу венчурного капитала в качестве ставки дисконтирования берется внутренняя норма возврата на вложенные средства. Обычно она весьма высока и находится в пределах 30–70 %.

Шаг 3. Расчет требуемого процента владения. Для достижения необходимого уровня возврата требуемый процент владения в компании будет рассчитываться как отношение суммы инвестиций к приведенной настоящей стоимости терминальной стоимости компании. Например, при инвестировании 5 млн руб. в проект, приведенная стоимость которого составляет 17,5 млн руб., доля инвестора в компании будет равняться 28,5 %.

Далее рассчитывается цена за акцию. Предположим, компанией уже выпущено 500 000 акций, которые распределены между существующими акционерами. Если венчурный капиталист будет владеть 28,5 % акций после инвестиции (т. е. остальные 71,5 % остаются за существующими акционерами), то общее количество акций должно равняться 700 000 ($500\,000/0,715$). Соответственно венчурному капиталисту будет принадлежать 200 000 акций. Таким образом, инвестор вкладывает в компанию 5 млн руб. и получает 200 000 акций, цена акции соответственно составляет 25 руб. Исходя из этих предположений, доинвестиционная оценка компании составляет 12,5 млн руб. ($500\,000 \text{ акций} \times 25 \text{ руб.}$) и постинвестиционная стоимость равняется 17,5 млн руб.

Шаг 4. Расчет текущего процента владения с учетом ожидаемого размытия доли инвестора в случае дополнительного выпуска акций. При положительном результате рассмотрения проекта по методу венчурного капитала инновационный проект может пройти на следующий этап отбора и в дальнейшем оцениваться с использованием более сложных и точных моделей.

В практике оценки бизнеса считается, что метод дисконтирования денежных потоков (ДДП, DCF) подходит только для уже действующего бизнеса с достаточной историей развития. Отмечается, что его применение в целях оценки молодых компаний невозможно в силу отсутствия положительных де-

нежных потоков и данных, на основе которых они могут быть рассчитаны. Действительно, у только что созданных компаний отсутствуют формы бухгалтерской отчетности, но полагаем возможным их имитационное построение на основе данных бизнес-плана. В сравнении с действующим бизнесом с определенной рыночной историей здесь действительно потребуется больше времени для получения конечных данных модели, но если не учитывать фактор трудоемкости расчетов, то единственным серьезным ограничением использования метода ДДП в случае оценки инновационных проектов может быть степень надежности данных, закладываемых в модель.

Для построения по методу ДДП модели оценки бизнеса компании, создаваемой на основе отобранного инновационного проекта, адекватной текущей информационной базе, можно использовать следующий алгоритм:

- 1) рассчитываются прогнозные производственные и финансовые показатели проекта;
- 2) строятся прогнозные формы бухгалтерской отчетности;
- 3) рассчитываются ключевые показатели бухгалтерской отчетности за каждый период прогнозирования;
- 4) рассчитывается инвестиционная эффективность для проекта; на этом этапе также может рассматриваться и бюджетная эффективность;
- 5) принимается окончательное решение о целесообразности инвестирования на основе результатов моделирования.

Перспективы развития инновационных проектов могут оцениваться также с использованием построения дерева решений. Для проекта определяется горизонт планирования с разбивкой на периоды по равным интервалам (например, 1 год, 6 месяцев). По данным интервалам строятся звенья развития проекта. В случае продолжения каждого предыдущего звена двумя новыми, получаем бинарное дерево. В случае продолжения исходного звена несколькими звеньями, получаем полиномиальное дерево или многосценарный анализ. Последний может быть приведен к бинарному дереву посредством группировки в два звена всех наилучших и наихудших вариантов последующего развития событий. Каждому звену дерева соответствует определенный денежный поток (либо ценность бизнеса или проекта), генерируемый проектом. Денежный поток приводится к настоящему моменту посредством дисконтирования по выбранной ставке. В качестве ставки дисконтирования обычно берут средневзвешенную стоимость капитала. При этом развитие проекта может происходить либо с увеличением, либо с уменьшением генерируемого потока. Вероятность (p) повышательного ($u = p$) и понижательного ($d = 1 - p$) движения оценивается экспертным путем либо по риск-нейтральному подходу. Таким образом, построив дерево решений, мы видим определенное количество вариантов развития проекта во всех определенных звеньях, вплоть до окончания горизонта планирования.

Следующим способом оценки инновационных проектов является метод реальных опционов. Проект в целом можно рассматривать как портфель опционов ввиду того, что в создаваемый бизнес можно вложить дополнительный капитал, его можно расширить или переориентировать на выпуск несколько других товаров или услуг. У инвестора также может быть предусмотрено право на отсрочку инвестиций, сокращение доли в бизнесе либо право на выход из бизнеса по заранее оговоренной цене [подробнее см.: 4]. Все это создает предпосылки для встраивания в анализируемый проект различных опционов.

Опционы удобно встраивать в проект, построив дерево решений. Следует учитывать, что по мере исполнения опционов риск проекта будет меняться и это должно привести к изменению ставок требуемой нормы возврата. Поэтому необходимо выбрать наиболее адекватную ставку дисконтирования, уже отличную от средневзвешенной стоимости капитала. При этом следует иметь в виду, что «по опциону ставка дисконта должна быть другой, чем для соответствующего проекта, так как риск опциона и диапазон возможных результатов инвестирования при наличии опциона иной, чем для проекта без опциона» [2, с. 359]. Следовательно, при наличии возможных к исполнению опционов ставка дисконтирования может меняться в каждом звене дерева, что будет вести к ее необходимой корректировке и усложнению модели. В данном случае можно воспользоваться риск-нейтральным подходом и все денежные потоки опционов и проекта дисконтировать по единой безрисковой ставке R_f .

В случае выбора безрисковой ставки все объективные вероятности (u и d) необходимо заменить на условные, риск-нейтральные вероятности P_u и P_d :

$$P_u = \frac{1 + R_f - d}{u - d}; \quad (1)$$

$$P_d = 1 - P_u, \quad (2)$$

где R_f — безрисковая ставка в расчете на единичный период времени между двумя соседними узлами бинарного дерева;

u — возможный темп роста денежного потока (ценности бизнеса) в данной ветви в оптимистическом сценарии;

d — возможный темп изменения денежного потока (ценности бизнеса) в данной ветви в пессимистическом сценарии.

По предложенной методике можно оценивать компании и инновационные проекты, находящиеся на разных стадиях развития и с учетом поэтапности осуществления инвестиций. Как показано в статье, предполагаемый к инвестированию проект оценивается сначала по методу венчурного капитала, далее на основе бизнес-планов строится модель дисконтированных денежных потоков, затем в модель могут быть встроены реальные опционы на основе построения дерева решений. В результате такой оценки венчурный капиталист, во-первых, получает возможность на начальном этапе понять, насколько может быть интересен проект для целей инвестирования с учетом требуемого уровня возврата на капитал. Во-вторых, при принятии решения о более тщательном исследовании инвестируемого бизнеса (либо при неудовлетворении результатами приближенной оценки инновационного проекта по методу венчурного капитала в сочетании с оставшимся интересом к проекту) имеет в высокой степени детализованную модель развития бизнеса с учетом дисконтированных денежных потоков по проекту, которая учитывает разнообразные факторы. В-третьих, встраивая в проект различного рода реальные опционы, базирующиеся на внутренних особенностях проекта и специфики ведения бизнеса, венчурный капиталист получает дополнительную гибкость при осуществлении поэтапных инвестиций в отобранный инновационный проект.

ЛИТЕРАТУРА

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. М.: Альпина Паблишерз, 2010.
2. Лимитовский М.А. Инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках. М.: Юрайт, 2011. 486 с.
3. Международные директивы по оценкам прямых и венчурных инвестиций. 2010. 82 с. URL: http://www.allventure.ru/lib/get_file/46/ (дата обращения: 12.01.2014).
4. Пшеничников Р.С. Метод реальных опционов в оценке венчурных проектов и компаний // Известия СПбУЭФ. 2013. № 2. С. 73–76.