

УДК 338.242.4

ОЦЕНКА ПОТЕНЦИАЛЬНЫМИ ИНВЕТОРАМИ СТОИМОСТИ БИЗНЕС-ПРОЕКТОВ НА РАННИХ СТАДИЯХ РАЗВИТИЯ НА ОСНОВЕ СИСТЕМЫ МЕТОДОВ

канд. экон. наук Р.В. БЕКО

(Региональный центр информационного законодательства г. Минска)

Финансовое обеспечение хозяйственной деятельности является необходимым условием развития организаций. Привлечение финансовых ресурсов на приемлемых условиях является актуальной задачей для многих субъектов предпринимательской деятельности. В этой связи, несмотря на возрастающий в последние годы интерес к привлечению ресурсов инвестиционных фондов, бизнес-ангелов и прочих инвестиционных структур, недостаточно разработанными остаются отдельные вопросы оценки потенциальными инвесторами бизнес-проектов. В статье рассмотрена существующая практика анализа инвестиционными компаниями бизнес-проектов на основе системы методов в зависимости от стадии развития проекта. На основе проведенного исследования описаны особенности каждого из методов, сформулированы рекомендации, которые будут полезны потенциальным получателям финансовых ресурсов подготавливаться к рассмотрению их проектов со стороны потенциальных инвесторов.

Ключевые слова: посевные венчурные фонды, инвестиционные фонды, бизнес-ангелы, методические рекомендации, инструменты финансирования, стадии развития компании, методы оценки стоимости, источники инвестиций, справедливая стоимость, доходный, сравнительный и затратный подходы.

Введение. Неотъемлемым условием создания и развития компаний является организация процесса финансирования. На сегодняшний день наряду с традиционными источниками финансирования (банковское кредитование, государственная поддержка, внутренние источники организации и т.д.) появляется ряд новых инструментов, позволяющих привлекать финансовые ресурсы частных инвесторов, объединений инвесторов, специализированных фондов, коммерческих организаций и т.д.

Существует множество критериев, которые оценивают инвесторы при принятии решения о финансировании. Проведенный анализ методических рекомендаций венчурных компаний, инвестиционных фондов и других организаций позволяет сделать вывод, что на различных стадиях развития организации применяются различные критерии оценки проектов. В зависимости от того на какой стадии развития находится проект, определяется не только возможность финансирования, но и условия предоставления ресурсов.

Существует множество подходов к определению стадий развития проекта, однако в рамках данного исследования будем использовать подход, выделяющий следующие стадии:

- посевная стадия;
- стартап;
- ранний рост;
- расширение;
- поздняя стадия.

Основная часть. Каждой из стадий развития проекта присущи свои источники финансирования. В таблице 1 приведена группировка источников финансирования в зависимости от стадии развития проекта.

Таблица 1. – Источники финансирования проектов в зависимости от стадии развития инновационного проекта [4, с. 3].

	Стадии развития проектов				
	Посевная	Стартап	Ранний рост	Расширение	Поздняя
Источники инвестиций	Государственная и частная поддержка (гранты, субсидии)				
	–		–	–	IPO
				Портфельные инвесторы	
				Кредитные организации	
				Фонды прямых инвестиций	
				Венчурные фонды	
	Посевные венчурные фонды		–		
	Бизнес-ангелы				
	Краудфандинг	–			
	Прочее				

В таблице приведены источники финансирования проектов в зависимости от стадии развития бизнеса, наиболее часто встречаемые в экономически-развитых странах. Как видно из таблицы, каждой из

стадий характерны определенные источники финансирования, их выбор зависит от множества факторов. В частности, объема требуемых инвестиций, вида экономической деятельности, цели привлечения дополнительных ресурсов, раунда финансирования и т.д. Посевная стадия и стадия «стартап», как правило, требуют меньших объемов финансирования, чем необходимо на последующих стадиях, но именно от успехов на ранних стадиях зависит дальнейшее развитие организации.

Поскольку в рамках одной статьи невозможно подробно рассмотреть каждую из стадий, рассмотрим факторы, по которым потенциальные инвесторы оценивают проект на самых ранних стадиях развития – посевная стадия и стартап.

На начальной стадии основатели проекта не только осуществляют презентацию идеи, но и демонстрируют прототип и будущую бизнес-модель. Считается, что на этом этапе в качестве источников финансирования выступают собственные средства учредителей, краудфандинг, гранты, государственная поддержка в различных формах, ресурсы частных инвесторов и бизнес-ангелов [5, с. 23].

На стадии «стартап», как правило, уже осуществляется первичный выход продукта или услуги на рынок. На этой стадии юридическое лицо уже должно быть официально зарегистрировано. Несмотря на то, что эта стадия относится к начальной, потребность в финансовых ресурсах более высокая, чем на посевной стадии, при этом организация может генерировать убыток от текущей деятельности.

Крупные организации и фонды редко финансируют проекты на ранних стадиях жизненного цикла в связи с неопределенностью и рисками, которые характерны для ранних стадий. Самыми частыми инвесторами проектов выступают бизнес-ангелы, а также посевные венчурные фонды. Кроме того, венчурные фонды заинтересованы в проектах с уже существующим рабочим прототипом, который можно не только протестировать на потребителях, но и собрать отзывы. Венчурные фонды часто инвестируют в проект только после того, как первый раунд уже профинансирован бизнес-ангелом. Венчурные фонды заинтересованы в первую очередь в тех организациях, где создание коммерческого продукта находится на финальной стадии: продукт протестирован, получены отзывы от конечных потребителей, заключены соответствующие договоры или контракты на поставку.

Указанные выше критерии не являются исчерпывающими. Важным моментом в определении стадии жизненного цикла и, соответственно, принятии решения о финансировании является мнение эксперта, который проводит оценку проекта, поскольку от определения стадии жизненного цикла зависит выбор методов оценки. Следует также обратить внимание, что в США уже функционируют специализированные банки для поддержки инновационных организаций на ранних стадиях развития. Однако их количество пока невелико [4, с. 9]. Для процедуры отбора проектов фонды применяют стандартные подходы, которые позволяют минимизировать затраты времени и ресурсов. Затраты на проведение отбора в основном включают в себя оплату труда экспертов. Несмотря на это, качественное проведение оценки требует значительных временных и финансовых затрат и применяется только для проектов с наибольшим инвестиционным потенциалом, что ведет к отсеиванию большинства проектов на данном этапе.

На ранних стадиях развития организации основное внимание уделяется не столько количественным, сколько качественным показателям деятельности. Таким образом, на ранних стадиях, как правило, проводится анализ качественных параметров оценки проекта, включающий следующие составляющие:

1. **Идея проекта:** в рамках данной составляющей оценки проекта рассматривается не только новизна, но и способность продукта или услуги удовлетворить потребности потенциальных покупателей.
2. **Рабочая группа проекта:** учитываются опыт и компетентность членов рабочей группы проекта, их деловые качества, профессионализм и репутация в определенных областях.
3. **Рынок сбыта:** прогнозируется спрос потенциальных покупателей, возможная доля соответствующего рынка сбыта, количество потенциальных конкурентов, а также анализ препятствий для вхождения на соответствующий рынок.
4. **Бизнес-модель:** рассматривается подробная стратегия развития, концепция работы с целевой аудиторией, возможность масштабирования в рамках выбранной бизнес-модели.

После проведения анализа по описанным выше составляющим, проводят более детальный и затратный специализированный анализ, включающий:

- технологический анализ – изучение технологии, составляющей основу производства продукта организации, ее работоспособности и технической выполнимости;
- финансово-экономический анализ – анализ всей финансово-хозяйственной деятельности организации, включая кредитную историю, наличие кредиторской и дебиторской задолженностей, размер уплаченных налогов и достоверность финансовой отчетности;
- юридический анализ – проверка всей юридической документации, включая документацию по защите интеллектуальной собственности (патенты, изобретения и т.д.), документации о регистрации юридического лица, договоров с поставщиками и потребителями товаров и услуг и др. [4, с. 16].

Технологическая экспертиза является одной из важнейших составляющих предынвестиционного анализа. На ранних стадиях проекта ее результаты могут стать ключевым фактором принятия решения об

инвестировании в связи с отсутствием достоверного подтверждения работоспособности идеи или технологии и потенциала их коммерциализации. На последующих стадиях развития организации роль технологической экспертизы снижается поскольку появляются данные о востребованности либо не востребованности продукта на рынке.

На начальных стадиях развития организации определить стоимость проекта классическими методами оценки крайне затруднительно в связи с отсутствием (либо незначительным количеством) активов, статистических и финансово-экономических данных о результатах деятельности. На начальном этапе оценка является результатом переговоров, основана на анализе качественных характеристик проекта (перспективности идеи, рабочей группы проекта, рынка сбыта) и представляет собой ожидания сторон о будущем развитии организации.

Одним из самых значимых аспектов при принятии решения о финансировании является оценка стоимости нематериальных активов (патентов, изобретений и т.д.). Их оценка также является сложной и трудоемкой в связи с возможной уникальностью и отсутствием аналогичных активов на рынке. При определении стоимости интеллектуальных активов учитываются следующие факторы:

- масштабируемость применения актива;
- емкость рынка, выход на который обеспечивает актив, потенциал его дальнейшего развития;
- новизна технологии и сравнение ее с существующими технологиями конкурентов;
- стадия разработки нематериального актива;
- расходы на коммерциализацию;
- наличие национальной или международной правовой защиты.

Для подготовки информации об определении рыночной стоимости активов используются котировочные цены на активных рынках для идентичных активов или обязательств, сделки с капиталом аналогичной компании, прогнозируемые показатели развития компании. В качестве источников могут выступать открытые источники информации (например, биржевая информация соответствующих агентств (Reuters, Bloomberg и пр.), закрытые авторитетные источники (отчет о проведении последнего раунда финансирования), бухгалтерская отчетность, бизнес-план, инвестиционный меморандум и т.д.

Определение стадии жизненного цикла осуществляется в целях определения подходов и методов оценки, а также для учета особенностей, характерных для каждой из стадий развития организации [6, с. 8].

Основными подходами, применяемыми при оценке долевых и долговых инструментов, являются сравнительный, доходный и затратный.

Сравнительный подход. В рамках данного подхода предполагается, что величина стоимости активов находится в прямой зависимости от потенциальной стоимости продажи в условиях функционирующего активного финансового рынка. Иными словами, вероятной величиной стоимости оцениваемого актива является наиболее реальная стоимость продажи аналогичного актива. В рамках сравнительного подхода можно выделить следующие методы: методы цены последней сделки, метод мультипликаторов, метод специфических отраслевых коэффициентов, метод рыночных котировок, *milestone approach*.

Доходный подход. Доходный подход к оценке стоимости организации базируется на прогнозе поступления в будущем денежных потоков с учетом временного периода и сопутствующих рисков. Как правило, используются два основных метода в рамках доходного подхода: метод капитализации дохода и метод дисконтирования денежных потоков. Метод капитализации дохода применим в отношении стабильно функционирующего предприятия, отличающегося незначительными различиями величин денежных потоков разных лет. Метод дисконтирования денежных потоков является универсальным и применим практически в любых условиях, в том числе при оценке денежных потоков организации за различные периоды времени.

Затратный подход. При затратном подходе величина стоимости предприятия рассчитывается исходя из издержек, понесенных на создание данной организации. В рамках данного подхода используется метод чистых активов, учитывающий балансовую стоимость активов и обязательств предприятия.

На посевной стадии основными методами оценки являются: цена последней сделки и первый чикагский метод. В качестве проверочных методов могут выступать метод мультипликаторов и метод чистых активов [1, с. 206].

На стадии «стартап» используются те же методы, что и на посевной стадии, но в качестве проверочных методов добавляются метод специфических отраслевых коэффициентов и *milestone approach*.

Рассмотрим более подробно каждый из методов.

Метод «цена последней сделки» наиболее подходит для оценки компаний, которые характеризуются высокой периодичностью инвестиционных раундов и отсутствием прибыли или положительного денежного потока. В то же время ценовые параметры предыдущей инвестиционной сделки могут выступать ценовым ориентиром новой оценки лишь в течение ограниченного периода времени. Названный метод может применяться при условии, что сделка была заключена в недавнем прошлом, при этом достоверность цены предыдущей сделки для новой оценки постепенно снижается с течением времени. Работник, проводящий оценку, во всех случаях должен учитывать наступление изменений или событий, произошедших

с момента предыдущей инвестиции до момента новой оценки, которые могут повлиять на стоимость инвестиций. Так, если в течение последних 1 – 1,5 года осуществлялись инвестиции в организацию, то соответствующая оценка стоимости компании на дату сделки может быть достаточно значимым ориентиром для определения текущей стоимости актива.

В связи с тем, что описанный метод основан на данных активного рынка, он является наиболее значимым для оценки компаний, особенно в условиях неопределенности и сложностей в прогнозировании движения денежных средств. В связи с тем, что на цену последней сделки также оказали влияние определенные условия и обстоятельства, для объективности оценки текущих активов также необходим высокий уровень информированности обо всех условиях сделки предыдущей оценки. С учетом возможного частого привлечения инвестиционных ресурсов на ранних стадиях развития, метод «цена последней сделки» является приоритетным, однако необходимо учитывать указанные выше ограничивающие факторы.

Как правило, оценка справедливой стоимости на новую дату считается достоверной и применимой в условиях значительного размера предыдущей сделки и при условии, что сделка состоялась между независимыми друг от друга рыночными участниками.

Таким образом, применение метода подразумевает анализ трех ключевых аспектов:

- анализ условий и обстоятельств, в которых была совершена последняя сделка;
- определение временного периода, прошедшего с момента последнего инвестиционного раунда;
- определение фактов наступления либо ненаступления существенных событий с момента последней инвестиции до начала проведения новой оценки [3, с. 40].

Первый чикагский метод представляет оценку стоимости организации, полученную с использованием метода дисконтирования денежных потоков для различных сценариев с учетом вероятности наступления того либо иного сценария. Преимуществом данного метода является то, что в условиях проведения должного анализа он дает наиболее точный результат, поскольку позволяет учитывать возможные значимые изменения в реализации проекта. Недостатком метода является его трудоемкость в связи с необходимостью обработки большого объема данных, наличия экспертных знаний в отношении не только технологий, но и рынков сбыта, конкурентах и т.д. Особенность метода заключается в том, что он позволяет сформировать вывод о стоимости компании на основе анализа и присвоения вероятностей небольшому числу сильно отличающихся сценариев развития. Например, сценарий увеличения стоимости в будущем, сценарий, при котором текущий уровень стоимости компании не изменится, сценарий снижения стоимости в будущем или полной потери стоимости.

Если оценки стоимости по каждому из сценариев основываются на прогнозе ценовых параметров будущих этапов финансирования, при формировании итогового вывода о стоимости работник, производящий оценку, должен учесть эффект будущего уменьшения размера текущей доли в капитале организации в результате привлечения нового финансирования, а также привести в сопоставимость ценовые параметры будущего раунда к дате оценки через дисконтирование с применением соответствующей ставки [3, с. 98].

Метод мультипликаторов наиболее подходит для оценки стоимости компаний в относительно зрелых стадиях, для которых характерно отражение в отчетности финансовых показателей (выручки, прибыли и т.д.). Для компаний, находящихся в стадии роста и не генерирующих чистую прибыль, мультипликаторы на основе ожидаемых прогнозных показателей могут применяться в качестве проверочного метода.

Метод мультипликаторов подразумевает, что сравниваемые организации корректно оценены рынком. Метод эффективен в отношении организаций, у которых имеются достаточно стабильные финансово-экономические показатели, на основе которых возможно рассчитать стоимость, а также имеются соответствующие данные относительно работающих на рынке аналогичных организаций.

В отношении организаций, находящихся на стадии создания и не генерирующих денежные поступления, могут использоваться лишь прогнозируемые финансово-экономические показатели. Однако в данной ситуации необходима детализация и обоснование прогноза.

Принципиальным условием корректного применения метода мультипликаторов является использование при проведении оценки мультипликатора, сопоставимого по времени и методике расчета прибыли или выручки с базовыми показателями венчурной компании (условие сопоставимости) [3, с. 55].

Метод чистых активов предполагает определение стоимости в привязке к стоимости чистых активов. Активы и пассивы компании (финансовые вложения, основные средства, дебиторская и кредиторская задолженности и пр.) в условиях применения метода чистых активов могут быть оценены с использованием дополнительных методов – метод стоимости замещения и метод ликвидационной стоимости.

В отношении венчурных организаций метод применим лишь в определенных случаях, например, когда объектом оценки выступает доля в убыточном бизнесе или организации с незначительными размерами прибыли, когда большая стоимость может быть получена при ликвидации бизнеса и продаже активов. Метод возможно применять в ситуациях, когда бизнес не генерирует соответствующий возврат денежных средств и когда большие суммы могут быть получены лишь в условиях продажи самой организации.

При определении справедливой стоимости осуществляется переоценка активов и обязательств организации, которая осуществляется с использованием таких методов оценки, как стоимости замещения и ликвидационной стоимости. Стоимость замещения представляет собой сумму затрат на создание объекта аналогичного объекта оценки в рыночных ценах с учетом существующего износа оцениваемого актива. Ликвидационная стоимость представляет собой цену, за которую объект оценки может быть продан на рынке за ограниченные сроки. Стоимость чистых активов организации рассчитывается как разница между справедливой стоимостью активов компании и справедливой стоимостью ее обязательств [3, с. 110].

Метод специфических отраслевых коэффициентов используется в качестве проверочного для результатов, полученных другими методами. Широко используются специфические отраслевые метрики, представляющие собой отношение стоимости к конкретному операционному показателю (количество клиентов, трафик, номерной фонд отелей и т.д.). Кроме финансово-экономических показателей существует ряд специфических показателей и характеристик, характерных для каждой отрасли. В качестве таких показателей могут выступать: цена на подписчика, средний чек и т.д. Метод в целом аналогичен методу финансовых показателей с той разницей, что базой для сравнения организаций и определения диапазона справедливых значений выступает количественная, а не финансовая метрика [3, с. 70].

Milestone approach заключается в оценке портфельной организации на основе заключенной ранее сделки с учетом достижения организацией ключевых финансовых показателей развития. Необеспечение достижения ключевых параметров развития может выступать фактором снижения стоимости организации с момента предыдущей оценки, в то время как перевыполнение установленных параметров может оказать влияние на повышении стоимости.

Различают две группы основных показателей развития:

- 1) количественные – операционные показатели деятельности, показатели выручки, прибыли и пр.
- 2) качественные – показатели, обусловленные наличием графика разработки и вывода на рынок нового продукта, реализацией положений бизнес-плана – сроки разработки продукта, его коммерциализация, получение патентов, поиск и наем необходимых специалистов, прохождение тестирования продукта и т.д. [3, с. 77].

Реализация метода предполагает следующие этапы:

1. Работник, проводящий оценку, осуществляет первоначальную оценку стоимости портфельной организации (например, на основе метода последней сделки). При этом составляется первоначальный план будущего развития портфельной организации (либо определяются целевые параметры развития для будущих периодов), который учитывает ожидания инвестора в отношении портфельной организации на момент осуществления инвестирования.

2. Работник, проводящий оценку, в течении определенной стадии жизненного цикла организации проводит периодический мониторинг достижения первоначально заявленных целевых показателей деятельности организации – сопоставление фактических показателей с целевыми показателями первоначального бизнес-плана. В зависимости от факта достижения или недостижения первоначально зафиксированных целевых показателей проводится корректировка первоначальной стоимости объекта оценки на новую дату.

В случае мониторинга одновременно нескольких показателей и разных отклонений фактических показателей от целевых работник, осуществляющий оценку, проводит ранжирование показателей с учетом значимости влияния на чистую приведенную стоимость ожидаемых денежных потоков организации. В результате ранжирования показателей производится расчет средневзвешенного отклонения от целевых количественных показателей.

Стоит также учитывать, что немаловажное значение имеют обязательства, под которыми понимается обязательство учредителей по достоверности определенных данных в отношении объекта инвестирования (финансовое состояние организации, права материальные и нематериальные активы и т. д.).

Другим элементом соглашения является получение возможности управления и прав на получение информации. Миноритарные инвесторы, как правило, имеют права, закрепленные в документах по сделке. Например, назначить одного или нескольких представителей в совет директоров организации [2, с. 19].

Заключение. Таким образом, основными этапами определения справедливой стоимости оцениваемого актива (организации) для инвестора являются:

1. Подготовка информации для определения справедливой стоимости.
2. Определение стадии жизненного цикла организации.
3. Определение методов расчета справедливой стоимости.
4. Расчет справедливой стоимости.
5. Анализ результатов и их согласование.
6. Сопоставление результатов справедливой стоимости с результатами фактической сделки.

ЛИТЕРАТУРА

1. Годлевская, Е.Н. Методика выбора источников финансирования инновационного проекта / Е.Н. Годлевская // Молодой ученый. – 2019. – № 20(258). – С. 205–209.

2. Курилов, К.Ю. К вопросу о защите прав инвесторов при осуществлении инновационных проектов / К.Ю. Курилов, Н.В. Колачева // Карельский научный журнал. – 2017. – Т. 6. – № 2(19). – С. 8–90.
3. Методика осуществления оценки справедливой стоимости активов, составляющих инвестиционный портфель АО «РВК». [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/c12/RVC_method_of_valuation_of_assets.pdf. – Дата доступа: 01.08.2020.
4. Методическое пособие и практические рекомендации по структурированию сделок, применению механизмов мотивации ключевых сотрудников, в том числе в зарубежных юрисдикциях, стратегии и тактике выхода на международный рынок. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/849/mp_rvc_eloitte_2017.pdf. – Дата доступа: 01.08.2020.
5. Обзор венчурной индустрии России «MoneyTree: навигатор венчурного рынка» за 2018 год и первую половину 2019 года. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/003/MoneyTree_2019_rus.pdf. Дата доступа: 01.08.2020.
6. Russian Angel Monitor 2016. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.rvc.ru/upload/iblock/301/RAM_16_5.pdf. – Дата доступа: 01.08.2020.

Поступила 12.10.2020

ESTIMATION BY POTENTIAL INVESTORS OF THE VALUE OF BUSINESS PROJECTS AT THE EARLY STAGES OF DEVELOPMENT BASED ON A SYSTEM OF METHODS

R. VEKO

Financial support of economic activity is a prerequisite for the development of organizations. Attracting financial resources on acceptable terms is an urgent task for many business entities. In this regard, despite the growing interest in recent years in attracting resources from investment funds, business angels and other investment structures, certain issues of evaluating business projects by potential investors remain insufficiently developed. The article discusses the existing practice of analyzing business projects by investment companies based on a system of methods depending on the stage of project development. On the basis of the study, the features of each of the methods are described, recommendations are formulated that will be useful for potential recipients of financial resources to prepare for the consideration of their projects by potential investors.

Keywords: *seed venture funds, investment funds, business angels, guidelines, financing instruments, stages of company development, valuation methods, sources of investment, fair value, income, comparative and cost approaches.*