УДК 336.714

Г. В. Попова,
И. С. Анисимова

ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Инновационные проекты относятся к категории проектов наиболее высокого риска для инвестиций, т.к. принятие решений по инновациям, особенно в странах с переходной экономикой, всегда происходит в условиях неопределенности. Поэтому большинство коммерческих и финансовых организаций и банков редко делают вложения в исследования и инновации. Помимо бюджетных источников финансирования поддержку инновационных проектов осуществляют венчурные и специальные фонды, а также частные инвесторы. Но чтобы получить из этих источников средства на реализацию инновационного проекта, необходимо показать его инвестиционную привлекательность.

Ключевые слова: *инвестирование, инновационные компании, методы оценки инновационных проектов, стоимость инновационного проекта.*

UDK 336.714

G. V. Popova,
I. S. Anisimova

EVALUATION OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF INNOVATIVE PROJECTS

Innovative projects belong to the category of projects, the most high risk for investment, since the adoption of decisions on innovation, especially in countries with economies in transition, always takes place in conditions of uncertainty. Therefore, most of the commercial and financial organizations and banks rarely make investments in research and innovation. In addition to the budgetary sources of financing to support innovative projects carry out venture capital and special funds, as well as private investors. But to get from these sources of funds for the implementation of the innovative project, it is necessary to show its investment appeal.

Key words: *investment, innovation companies and methods of the assessment of innovative projects, the cost of the innovation project.*

Инновационные проекты относятся к категории наиболее высокого риска для инвестиций. Большинство коммерческих финансовых организаций и банков не осуществляет вложения в исследования и инновации, рассматривая наличие этого условия в проекте как стоп-фактор. В основном, финансирование этой сферы идет из бюджетных источников, из средств венчурных и специальных фондов[1].

В последнее время в отраслевой прессе и даже на телевидении часто обсуждаются вопросы типа: «Как инвестору найти перспективный проект?», «Как оценить проект на стадии «посева» или стартапа?», «Какой проект станет прибыльным?»...[2] Динамические методы финансового анализа, основанные на расчете NPV и IRR, не очень надёжны в силу того, что денежные потоки для расчёта берутся из прогноза.

Поэтому многие инвесторы выстроили целую технологию отбора, оценки и подготовки инновационных проектов к инвестированию основываясь на мировой практике. Значительное число бизнес-ангелов используют схему отбора проектов, которая состоит из двух последовательных стадий: deai flow и due diligence, что является общим местом для бизнес-ангельского ин-

[1] Самоволева С. Оценка инновационных рисков проекта. // Технологический бизнес – интернет журнал, №4, 1999 г.

[2] Стреналюк В. Об оценке инвестиционной привлекательности стартапа. // The Angel Investor (русское издание)

вестирования, венчурного инвестирования и private equity[3].

Deai flow – первоначальный этап поиска конкурентоспособных проектов. Основными источниками информации о них становятся их описания, поступающие инвестору. Со своей стороны, инвестор сам ищет проекты через анализ прессы и рекламных материалов, выставки и венчурные ярмарки, базы данных ассоциации венчурного инвестирования, информацию о разработках в научном секторе, личные контакты. Вне зависимости от предпочтений инвесторов общим критерием принятия при начальной фазе отбора является ответы на следующие вопросы:

- Предполагается ли создать конкурентноспособный и имеющий спрос продукт?;
- Имеются ли реальные предпосылки для существования проекта, причем с высокой прибылью?;
- Будет ли возврат на инвестиции значительно превышать средние показатели по рынку, компенсируя высокие риски инвестора?.

Процедура анализа одного проекта в процессе deai flow занимает немного времени и, принимая решение об отборе проекта, инвестор склонен во многом полагаться на свою интуицию, основанную на первом впечатлении. Обычно на этом этапе отбрасывается больше половины из предложенных к рассмотрению проектов.

Due diligence – процесс «тщательного изучения» проекта. Эта стадия может длиться несколько месяцев и завершиться принятием окончательного решения о начале инвестиций или отказе от них. Рассматриваются все аспекты состояния рынка в целом, возможности, которые открывает реализация проекта, поцесс построения бизнеса. Основные задачи due diligence:

- понять бизнес и перспективы роста стоимости компании (в том числе количественно);
- оценить риски;
- проанализировать перспективы проекта с финансовой точки зрения;
- изучить перспективы бизнеса, рынок и конкурентную среду;
- изучить способности заявителей проекта в эффективном управлении бизнесом;
- понять технологическую сторону проекта, конкурентные преимущества предлагаемой технологии;
- разобраться в бизнес-модели, механизме генерации прибыли и рыночном риске;
- изучить состояние интелектуальной собственности и имеющихся активов.

В рамках переговоров инвестора и претендующего на инвестиции предпринимателя важнейщее место занимает будущее соотношение долей сторон в бизнесе. Часто размеры долей определяются путем переговоров, исходя из субъективной оценки вклада каждой стороны, соотношения тех полномочий управления и контроля, который они хотят сохранить за собой, желаемого «баланса сил».

Однако для определения долей используется и расчетный подход, когда доля инвестора в компании рассчитывается на основании общей стоимости проекта и объема инвестиций. Говоря об оценке бизнес-проектов, следует проводить четкое различие между «посевными» проектами и компаниями последующих этапов. Если в случае «посева» приблизительные оценки во многих случаях представляются достаточными, то по мере роста компании требуются более детальные процедуры, учитывающие структуру долгов, корпоративную структуру, вопросы налогообложения, бухгалтерского и управленческого учета. Для большинства инновационных проектов процедура due diligence заканчивается раньше – инвесторы отсеивают их на стадии анализа идеи, не вдаваясь в расчеты.

Вопрос о том, что представляет собой стоимость предприятия, не так уж прост: в компани и может иметься долговое финансирование, а также формы, промежуточные между долговым и акционерным финансированием (привелегированные акции, конвектируемый долг). Поэтому в практике корпоративных финансов различают стоимость компании Enterpriese Value (EV), Equity Value – стоимость акционерного капитала (рыночная капитализация, MC), стоимость долгосрочного долга D. Если Cash – наличные средства компании, то имеет место формула

[3] Каширин А.И., Семенов А.С. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций/ А.И. Каширин, А.С. Семенов А.С. – М.: Вершина, 2008. С. - 249.

Таблица 1

Некоторые методы оценки компаний, используемые в отрасли прямых и венчурных инвестиций

Метод	Описание
Договорный	Стоимость компании определяется по взаимному согласию между сторонами. Часто оценка формируется на базе затрат на создание компании или текущей стоимости ее активов (оборудование, помещение, ИС). Используется экспертный метод корректировки некоторого базового значения в зависимости от значений качественных параметров.
Сопоставимых оценок	Используются коэффеценты отношения стоимости к операционным показателям для компаний, аналгичных оцениваемой по отрасли, уровню риска, размерам, темпам роста. Для «посевных» проектов используется прогрозные операционные показатели
Дисконтируемого денежного потока (DCF)	Будущие чистые денежные поступления за прогрозный период (5-10 лет) дисконтируются по формуле сложных процентов. Дисконтированная стоимость на «выходе» (терминальная) также учитывается в качестве слагаемого

$$EV = MC + D - Cash.$$

Обзор методов оценки проектов, применяемых в отрасли прямых и венчурных инвестиций, приведены в таблице 1[4].

Существует ряд упрощений этих методов, которые позволяют получать оценки компаний с помощью простейших арифметических операций за короткое время (экспресс-методы):

- Экспресс – метод мультипликаторов, простейшая версия метода сопоставимых оценок – стандартные множители, не зависящие от специфики компании.
- Венчурный метод – адаптация метода дисконтированного денежного потока к случаю «посевного» предприятия или старт-апа. Прогнозируется терминальная стоимость компании на «выходе», терминальная стоимость дисконтируется по специальной «венчурной» ставке (60% и выше), учитывающей высокую степень риска.
- Метод «хокейной клюшки» - удобный подход к определению доли инвестора в компании – сопоставление объема инвестиций и будущей стоимости компании.

ЛИТЕРАТУРА

1. Самоволева С. Оценка инновационных рисков проекта. // Технологический бизнес – интернет журнал, №4, 1999.

2. Стреналюк В. Об оценке инвестиционной привлекательности стартапа. // The Angel Investor (русское издание)

3. Каширин А.И., Семенов А.С. В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций/ А.И. Каширин, А.С. Семенов А.С. – М.: Вершина, 2008. - 384 с.

4. Гулькин П.Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики. – СПб.: «Альпари СПб», 2003. – 238 с.

[4] Гулькин П.Г. Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики. – СПб.: «Альпари СПб», 2003.