



к 15-летию развития оценочной деятельности в Российской Федерации

I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Методы оценки стоимости инновационно активных компаний

Федотова М.А.,
Проректор по научной работе Финансовой академии при Правительстве
Российской Федерации, заместитель председателя Национального совета по
оценочной деятельности, Президент НП СМАО, д.э.н., профессор

Камалов А.М.
Старший аналитик ГК «РоснаноТех»,
аспирант Финансовой академии при
Правительстве Российской Федерации

Задача перехода российской экономики к интенсивному типу роста на основе инновационной экономики требует стимулирования инновационных процессов, ускорения продвижения нововведений во всех ее секторах. В развитых странах ключевым звеном их инновационной системы являются высокотехнологичные фирмы. Для них в наибольшей степени реализуются стимулы к инновациям в виде предпринимательского дохода, получаемого за счет расширения рынков, происходит концентрация ресурсов, гибкость в перераспределении средств с неперспективных на приоритетные направления.

Обладая определенной спецификой, инновационные активные компании диктуют особый подход к оценке. Инвестиции в инновации - это финансово-экономические отношения между инвестором и авторами идей. Консенсус в этих отношениях достигается по многим критериям, которые не всегда совпадают с традиционными. Главная задача оценки заключается в достижении компромисса между инвестором и основателями компании. Содержание процесса оценки заключается во всестороннем изучении параметров оцениваемого проекта, основных предположений, заложенных в модель



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

прогнозирования финансовых потоков, поведения рынка и многого другого, что содержится в бизнес-плане.

Первые несколько лет существования инновационного проекта, когда риски максимальны, привлечение финансовых ресурсов наиболее затруднительно, имеется отрицательный денежный поток проекта, который на языке венчурных инвесторов называется «долиной смерти».

Высокотехнологические начинающие компании не обладают историей развития, как правило, на начальном этапе не имеют положительного денежного потока. Для них характерна высокая степень неопределенности, поскольку они работают на новых или зарождающихся рынках и занимаются разработкой новых продуктов, которые часто являются полностью неизвестными для круга потенциальных клиентов.

Материальные активы для высокотехнологических начинающих компаний имеют второстепенное значение. Главным активом выступает технология или идея продукта, которые и определяют львиную долю стоимости. Часто важнейшей составляющей активов компании являются люди, то есть авторы идеи, которые подвержены опасности быстрой потери стоимости.

Непрерывные технологические изменения и короткие жизненные циклы продуктов усложняют задачу достоверного прогнозирования и увеличивают волатильность стоимости. Часто к таким компаниям невозможно применить традиционные модели бизнес-процессов или подобрать аналоги. Особое место в процессе оценки таких проектов занимают факторы конкурентоспособности, позволяющие идентифицировать стратегические преимущества и недостатки проекта и, в конечном счете, определять нормы доходности и мультипликаторы, участвующие в расчете стоимости объекта инвестирования.



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Интеллектуальная собственность, которой обладают инновационно активные компании, требует постоянного внутреннего контроля с целью своевременной идентификации и обеспечения адекватной правовой защиты. В этой сфере прогноз денежных потоков очень сильно зависит от законодательной базы, инфраструктуры обеспечивающей защиту интеллектуальной собственности. Нередко положительному денежному потоку препятствует пиратство.

Появление новой технологии часто сопровождается высокой неопределенностью ее применимости, целевые рынки размыты, совокупность получаемых продуктов по новой технологии зачастую плохо поддается прогнозированию, трудно бывает определить круг конкурентов, которые представлены небольшими подразделениями крупных компаний или относительно неизвестными мелкими инновационными фирмами. Более того, по мере появления конкурирующих решений или возможности расширения сфер применения новых технологий целевые рынки могут изменяться достаточно интенсивно во времени.

Поскольку на ранней стадии развития бизнеса в качестве руководителей часто выступают ученые или специалисты-исследователи с небольшим опытом и знаниями в области управления бизнесом, то типичная черта практически всех начинающих инновационных компаний – это отсутствие компетентных специалистов в основных коммерческих сферах деятельности: логистике, маркетинге, продаже, финансах и т.д., что не позволяет молодой компании эффективно распорядиться имеющимся потенциалом. Те компании, которые осознавая эти недостатки, приобретают необходимый персонал, могут значительно влиять на стоимость, эффективно продвигая новую технологию и тем самым обеспечивая положительный денежный поток. Именно поэтому при



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

оценке таких проектов необходим анализ не только самой идеи, а и тщательная оценка потенциальных возможностей капитализации этой идеи и организаторских способностей руководителя и управленческого звена компании.

При оценке нужно оценить не только потенциал еще не существующей технологии, но и потребительские выгоды, создаваемые еще не существующим товаром, реакцию потенциальных покупателей на радикально новый продукт, реакцию на него конкурентов, чей бизнес он грозит подорвать, размер еще не существующего рынка, а также личные качества и предпринимательские способности лидеров проекта. В таких условиях успех проекта зависит главным образом не от финансовых ресурсов или эффективности команды менеджеров и их навыков в области именно высокотехнологичного, а не традиционного управления бизнесом. Поэтому при оценке высокотехнологичного бизнеса надо скорее оценивать не ресурсы, а способности команды к реализации намеченных целей.

Новые технологии должны быть нацелены на большой и растущий рынок, в их основе должны лежать инноваций, позволяющие быстро занять значительную долю на этом рынке. Размер прибыли предполагается на порядок большим, чем при вложении в устоявшийся проверенный бизнес. Фонды прямых инвестиций, венчурные фонды, бизнес-ангелы, вкладывающие средства в новое предприятие, делают это отнюдь не для многолетнего владения. Задача — получить долю в быстрорастущей компании, «просидеть» в ней от трех до семи лет, а затем продать, зафиксировав прибыль. По статистике, из десяти проинвестированных компаний шесть терпят крах, два — еле-еле окупаются, и только два приносят гигантскую прибыль.



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Задача инвестора при оценке привлекательности нового бизнеса — вовремя найти и разглядеть такой потенциал. Когда 19-летний студент Гарварда Марк Цукерберг запустил социальную сеть Facebook, никто не предполагал, что она будет занимать четвертое место по посещаемости в США и седьмое в мире. Зато руководители из фонда Accel Partners разглядели потенциал Facebook уже через год после старта проекта вложили в него \$10 млн. в обмен на 10% акций. Через два года доля Accel Partners увеличилась с \$10 млн. до \$1,5 млрд, то есть в 150 раз.

Достижение договоренностей между авторами проекта и инвесторами на этом этапе опирается на опыт и интуицию потенциального инвестора, то есть его способности достигать понимания, не прибегая к рациональному мышлению и заключениям. Интуиция ассоциируется с отсутствием рассуждения. Бизнес-ангелы, напрямую инвестирующие свои личные финансовые ресурсы в инновационно активные компании и растущие малые фирмы, или, могут себе позволить на этом этапе принять решение без какого-либо формального обоснования, так как отчет за свои деньги они будут держать только перед собой. Их решение зависит от генетически определенного склада ума и внешних факторов, таких как образование и опыт. Принятие решения охватывает весь спектр интеллектуальной деятельности – от анализа до эвристики. Если аналитическим рассуждениям свойственно исследование проблемы путем ее деления на составляющие, то эвристический подход в своей основе интуитивный и охватывает всю проблему в целом.

Для принятия решения бизнес-ангелу на этом этапе требуется скорее способность к концептуальному мышлению, чем знание конкретных аналитических методов.



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Показателен в этом плане пример с проектом системы интернет-поиска Google, идея и основные алгоритмы которой были разработаны студентами Стэнфордского университета Л. Пейджем и С. Брином. Бизнес-ангел этого проекта А. Бехтольсхейм выдал чек на сто тысяч долларов без формального бизнес-плана, презентации и даже без регистрации компании.

Следует отметить еще одну важную особенность этапа оценки инновационного проекта. Каждый автор идеи или проекта считает свое решение новым. Редко можно встретить простые инновационные проекты, а сложность, как известно, есть продукт имеющейся информации, именно поэтому бизнес предложение ограничено двумя – тремя страницами текста. От автора этого резюме требуется большое искусство изложить в рамках принятой терминологии ясное понятие новизны и значимости проекта, что, безусловно, будет способствовать объединению интуиции и опыта в единое средство исследования проекта.

На основании разработанного бизнес-плана осуществляется тщательный анализ заложенных предположений и допущений, идет всестороннее изучение параметров оцениваемого проекта, как существующих в настоящее время, так и прогнозируемых. Все без исключения экономические или социальные данные, включенные в бизнес-план, представляют собой всего лишь оценки, нередко содержащие серьезные ошибки. Приписывать им точность и надежность – это значит принимать желаемое за действительное, что совершенно недопустимо на данном этапе. В ходе обсуждения бизнес-плана обе стороны получают возможность объективно взглянуть на предлагаемый проект, уточнить все необходимые детали его реализации и при необходимости подкорректировать начальный бизнес-план.



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Бизнес-план представляет собой модель, описывающую развитие проекта при определенных условиях. Любая модель является упрощением реального процесса. Если эти упрощения выполнены корректно, то эта идеализация дает полезное приближенное отображение реальной ситуации или, по крайней мере, ее определенных особенностей. Когда мы пишем письмо, нас не волнует состав бумаги или давление на кончике пера – эти подробности не относятся к делу. Следовательно, при составлении бизнес-плана мы должны отбросить большую часть реальных характеристик исследуемого процесса и включить в бизнес-план только те особенности, которые воссоздают идеализированный вариант реальных событий.

Одна из основных задач модели воплощенной в бизнес-плане заключается в поиске должного компромисса между простотой модели и сложностью реального процесса. Часто можно встретить бизнес-планы перегруженные чрезмерно большим числом компонентов и переменных, что, по мнению составителей, повышает доверие к нему. Однако это часто приводит к обратной реакции, так как степень понимания обратно пропорциональна числу переменных, фигурирующих в его описании.

Точно так же расчет показателей с большим количеством знаков отнюдь не свидетельствует о большой точности данных, а, напротив, может создать ложное впечатление и ввести в заблуждение эксперта, усыпив его бдительность по отношению к этим показателям. Особенно опасна погоня за точными показателями различного рода социально-экономических систем, поскольку показатели такого рода складываются под влиянием множества подчас трудноуловимых случайных факторов, в силу чего они уже по своей природе не могут претендовать на большую точность.



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Исходный, грамотно составленный бизнес-план служит одновременно нескольким целям.

1. Облегчает взаимопонимание сторон в процессе осмысления действительности, помогает устранить противоречия и несообразности в описании проекта.
2. Используется как средство общения. Словесные описания обладают многозначностью. Преимущество модели перед словесными описаниями – в сжатости и точности представления заданной ситуации. Хорошая модель делает более понятной общую структуру исследуемого проекта и вскрывает важные причинно-следственные связи.
3. Обеспечивает прогноз реализации проекта и отвечает на вопросы типа «что будет, если...».

Процесс бизнес-планирования в сфере финансирования инновационно активных компаний достаточно хорошо представлен в работах П. Барроу, Д. Глэдстоун, Каширина А.И.. Особо следует отметить работу Кемпбелл К., в которой помимо общих рекомендаций по составлению бизнес-плана даны ссылки на сайты, где можно ознакомиться с конкретными требованиями и правилами составления бизнес-планов для инвесторов.

При составлении бизнес-плана следует уделить особое внимание факторам, от которых зависит успех проекта, среди которых наиболее значимыми являются:

1. *Стоимость научных исследований и научно-конструкторских работ.* Хотя и не существует четкой зависимости между затратами на НИР (НИОКР) и прибыльностью компании, тем не менее в большинстве случаев слишком большие затраты на разработку



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

технологии снижают в конечном счете рентабельность производства.

2. *Издержки производства.* Чем выше накладные расходы, тем меньше оказывается прибыль.
3. *Издержки, связанные с маркетингом.* Проведение маркетинговых исследований невозможно без привлечения квалифицированных специалистов, оплата труда которых достаточно высока, и эти затраты, естественно, уменьшат конечную прибыль компании.
4. *Издержки, связанные со сбытом новой продукции.* Выведение нового продукта на рынок, его складирование, доставка, рекламирование, подготовка продавцов-консультантов и сам процесс реализации наукоемкого товара сопряжен с большими и постоянными затратами, уменьшающими потенциально возможную прибыль компании.
5. *Складывающийся на рынке спрос на новую продукцию.* Никогда невозможно точно спрогнозировать спрос покупателей на новую продукцию. В одних случаях появление нового наукоемкого товара вызывает ажиотаж, и тогда объем выпущенной продукции и реальные производственные мощности компании могут оказаться недостаточными, но вполне реален и противоположный вариант, когда количество выпущенной на рынок продукции оказывается чрезмерным, что ведет к временному затовариванию и определенным убыткам.
6. *Величина складывающейся на рынке цены на новый наукоемкий товар.* С одной стороны, к любому новому товару покупатели, в своем большинстве придерживающиеся консервативных позиций,



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

относятся вначале настороженно. Поэтому при презентации нового товара цены не должны быть слишком высокими. С другой стороны, цены не должны быть и слишком низкими, потому что у потенциальных покупателей давно сложился стереотип, согласно которому, по-настоящему хороший товар, должен стоить дорого. Поэтому от правильной ценовой стратегии руководства компании в значительной мере зависит прибыльность производства нового наукоемкого товара.

7. *Появление или отсутствие конкурентов в данном секторе рынка.* Поскольку многие технические идеи буквально "витают в воздухе", не исключено, что одновременно на рынке могут появиться аналогичные наукоемкие товары, например, программные продукты для компьютеров. Естественно, возникшая конкуренция может внести существенные коррективы и в цены, и в объемы реализуемой продукции.
8. *Появление на рынке аналогичных наукоемких продуктов с лучшими потребительскими свойствами.* Вскоре после появления на рынке нового наукоемкого товара, пользующегося высоким спросом, некоторые другие высокотехнологичные компании, разрабатывающие близкие технологии, вполне способны достаточно быстро освоить выпуск аналогичного товара, но с лучшим дизайном и дополнительными возможностями. Понятно, что такое непредвиденное обстоятельство способно негативно повлиять на величину прибыли.
9. *Быстрота морального устаревания наукоемкой продукции.* За последние годы научные знания и технические решения



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

обновляются с такой скоростью, что большинство наукоемких товаров морально устаревают в течение трех-четырех лет, а некоторые, например, антивирусные программы для персональных компьютеров и серверов приходится менять каждый квартал. Поэтому новой компании нельзя рассчитывать на то, что созданный ею наукоемкий продукт будет приносить прибыль много лет. Весь вопрос в том, как быстро этот продукт перестанет пользоваться спросом в связи с тем, что его потребительские качества перестанут удовлетворять покупателя.

10. *Длительность бесприбыльного развития новой компании.* На ранних этапах своего жизненного цикла компании только тратят средства, не принося никаких доходов; рентабельность появляется только тогда, когда продукция начинает пользоваться спросом на рынке. Чем продолжительней период от зарождения идеи до появления нового товара на рынке, тем меньше времени остается до завершения жизненного цикла компании, который не превышает 7 лет, а, следовательно, и возможности для роста ликвидных активов.
11. *Высокие издержки на информационное и патентное обеспечение научных разработок.* В настоящее время права на интеллектуальную собственность составляют один из важных компонентов активов компании, так как гарантируют закрепление приоритета на определенную продукцию за владельцем патента. Однако, огромный поток научной, технической и иной информации требует больших затрат на официальное закрепление прав собственности на идею, на технологию и на соответствующую



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

наукоемкую продукцию, что, естественно, вынуждает компанию часть капитала тратить не на развитие производства продукции и повышение ее рентабельности.

12. *Относительно большие расходы на управление, руководство и поддержку малых высокотехнологичных компаний.* Затраты на содержание управленческого и вспомогательного аппарата мало зависят от величины компании, в связи с чем доля этих накладных расходов по отношению ко всему объему затрат в малых компаниях существенно выше, чем в крупных фирмах, что уменьшает рентабельность именно малых высокотехнологичных компаний.
13. *Ограниченность возможности уменьшить риски по сравнению с многоотраслевыми крупными компаниями и корпорациями.* Поскольку инновационно активные компании преимущественно занимаются только одним конкретным видом деятельности, на которую и расходуют все средства, они не имеют возможности диверсифицировать риски, тогда как крупные компании занимаются несколькими видами бизнеса, что существенно уменьшает в целом возможность "провала", так как относительная неудача в одном направлении может быть скомпенсирована успехом в другом.
14. *Значительная продолжительность жизненного цикла малых высокотехнологичных компаний.* В связи с тем, что периоды экономического роста сменяются спадами, за 5 - 7 лет развития компании возможны неоднократные изменения экономической и рыночной конъюнктуры, сопровождающиеся инфляцией, падением



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

жизненного уровня населения, снижением или повышением покупательского спроса на товары длительного пользования.

При подготовке бизнес-плана автор идеи, пытаясь привлечь инвестиции, фактически осуществляет оценку своего предложения. Эта оценка служит единственной цели: привлечь внимание потенциального инвестора к проекту. Эта самооценка носит качественный характер, как правило, она осуществляется непрофессионалами в области оценки бизнеса и очень субъективна. От оценки на этом этапе требуется только одно: может ли проект принести инвестору желаемую прибыль в определенные сроки и сколько нужно для реализации проекта средств.

В то же время, грамотная и эффектная презентация проекта может быть вполне достаточной для открытия инвестирования проекта, например, бизнес-ангелом, который опирается в своем решении больше на интуицию, чем на формальные результаты оценки проекта. В качестве примера можно привести историю создания лекарственного препарата «Тимоген». Препарат был создан небольшим научным коллективом в России, благодаря венчурному инвестированию на начальном этапе в несколько тысяч долларов. «Тимоген» оказался мощным иммунным стимулятором, и им заинтересовались сразу несколько стран. Лицензия на его производство была продана в США за несколько миллионов долларов. Проект обеспечил инвестору рентабельность в несколько тысяч процентов.

При оценке традиционных инвестиционных проектов, когда размер рынка, размеры требуемых инвестиций, прогнозируемые доходы и степень риска довольно легко и точно можно определить, можно использовать более или менее стандартные процедуры оценки. Хотя и тут велика роль опыта и



I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

интуиции оценщика, так как основная работа делается методом структурированных расчетов.

В случае оценки инноваций ситуация совершенно иная. Здесь создаются радикально новые технологии и продукты, которые призваны совершить революцию на рынке. Аналогов этого продукта или технологии не существует, поэтому отсутствуют возможности для оценщика применять сравнительный подход в рамках оценки проекта. Какие бы необыкновенные выгоды не создавал новый продукт для потребителя, он столкнется с серьезным сопротивлением как внутри компании, так и на рынке.

Внутренние неопределенности связаны с особенностями управления инновационными компаниями, которые коренным образом отличаются от традиционного корпоративного управления. На раннем этапе разработки новой технологии также невозможно предсказать, насколько реально ее создать, и какие сложности возникнут по ходу продвижения вновь созданного продукта на рынке.

Внешние неопределенности связаны с тем, что радикально новый продукт, чтобы совершить революцию на рынке, должен сначала разрушить старые устои: изменить привычки покупателей, разорвать устоявшиеся связи потенциальных партнеров, изменить инфраструктуру продаж и обслуживания, подстроенную под старые товары и т.д.

Чем моложе компания, тем больше эти неопределенности, и какие бы методы оценки здесь не использовались, они могут дать лишь очень грубую оценку, которая в реальной жизни может в десятки, а то и в сотни раз отличаться от действительных результатов как в сторону завышения, так и в сторону занижения стоимости.



к 15-летию развития оценочной деятельности в Российской Федерации

I Международный конгресс «Становление, развитие и перспективы оценочной деятельности в России»

Таким образом, оценка инновационно активных компаний представляет собой своеобразное искусство, нежели науку. Здесь значение опыта и интуиции оценщика гораздо выше, чем в случае оценки традиционных проектов. Причем оценщик должен иметь весомый опыт именно в области инновационной сферы, поскольку традиционный опыт проведения оценочных процедур здесь зачастую не применим.