и что в тебя класть?..

методические рекомендации по формированию инвестиционного портфеля венчурного фонда

На сегодняшний день одним из узких мест в развитии индустрии венчурного инвестирования в России является недостаточная освещенность различных аспектов ее деятельности, в частности, работы венчурного фонда по формированию инвестиционного портфеля. Ведь от того, насколько правильно отобраны новые перспективные идеи и проекты, зависит судьба долгосрочных финансовых вложений, а также дальнейших усилий инвесторов по организационной и управленческой поддержке на различных этапах его продвижения, включая дополнительные затраты, возникающие от незапланированных трудностей.

Подкорытова Д.В.
аспирантка

Чермошанский И.А.
аспирант,

Белгородский государственный технологический университет им. В.Г. Шухова

Под инвестиционным портфелем венчурного фонда понимается целенаправленно сформированная совокупность инновационных проектов, предназначенных для осуществления инвестиционной деятельности в соответствии с инвестиционной стратегией фонда.

Основными принципами формирования инвестиционного портфеля венчурного фонда являются:

– обеспечение реализации инвестиционной стратегии;

– обеспечение соответствия портфеля имеющимся ресурсам (денежным, кадровым и др.);

– оптимизация соотношения доходности и риска портфеля.

Формирование портфеля начинается с отбора наиболее перспективных проектов из потока

первоначальных заявок. Для этих целей, как правило, используется метод экспертных оценок, базирующийся на определенном наборе формализованных критериев, типичных для венчурного финансирования:
– соответствие проекта стратегическим целям инвестора;
– квалификация управляющей группы;
– доходность проекта;
– конкурентные преимущества проекта;
– патентная чистота;
– понятная стратегия возврата средств, вложенных в проект;
– продолжительность и размер инвестиций;
– возможность вовлечения инвестора в развитие бизнеса;
– учет рисков, возникающих при реализации проекта;
– технологическая реализуемость.

По результатам данной оценки отсеивается часть проектов, остальные допускаются на стадию детализации, которая оказывает большое влияние на принятие конечного решения о финансировании. В рамках детальной оценки проводится социальная, экологическая, научно-техническая и технологическая экспертиза, но главной составляющей является финансово-экономический анализ.

Существует много методов, позволяющих оценить привлекательность инвестиционного проекта, в рамках доходного, затратного и сравнительного подходов. Однако их применимость в случае венчурного финансирования инноваций ограничена из–за недостаточности информации, отличающейся большой степенью неопределенности. Единого общепризнанного подхода не существует, поэтому каждый инвестор по своему усмотрению может использовать собственные методики и подходы.

Мы полагаем, что наиболее приемлемыми методами оценки в случае венчурного финансирования, являются:
– метод дисконтированного денежного потока;
– метод реальных опционов.

формирование инвестиционного портфеля начинается с отбора наиболее перспективных проектов из потока первоначальных заявок

метод дисконтированного денежного потока является одним из приемлемых для расчета эффективности инновационных проектов

В основе обоих методов лежат прогнозные значения денежных потоков и ожидаемая стоимость на выходе, которая особо интересна венчурным инвесторам.

Метод дисконтированного денежного потока представляет собой сумму значений денежного потока за прогнозный период, продисконтированных по формуле сложных процентов. В качестве коэффициента дисконтирования используется средневзвешенная стоимость акционерного капитала на рынке с поправкой на дополнительные венчурные риски, присущие конкретному проекту. Помимо этого, в выражение дисконтированного денежного потока входит и конечная стоимость проекта на конец прогнозируемого периода, также дисконтируемая к начальному периоду. Данный дисконтированный поток представляет собой оценку проекта до получения инвестиций (pre-money). Чтобы получить оценку проекта после вливания инвестиций (post-money), необходимо к денежному потоку проекта прибавить приведенное значение потока инвестиций. На основании такого подхода инвестор получает информацию о приросте стоимости проекта, созданной за счет привнесенных им ресурсов. В отрасли венчурного инвестирования обычно используются стандартные ставки дисконтирования, в зависимости от стадии развития проекта. Так, по мнению Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования для России актуальны следующие ставки [2]:

– посевная стадия – 100%;
– старт-ап – 80%;
– ранний рост – 60%;
– расширение – 40%.

Таким образом, метод дисконтированного денежного потока является одним из приемлемых для расчета эффективности инновационных проектов. Он позволяет учесть субъективные факторы и получить максимально реалистичную оценку.

Также перспективным направлением в оценке привлекательности инновационных

что ещё есть?..

проектов при формировании портфеля в условиях нестабильной внешней среды и специфики венчурного бизнеса является использование метода реальных опционов.

Метод реального опциона позволяет учесть возможность гибкого принятия решений относительно финансирования инновационного проекта в условиях меняющейся среды. Также он дает возможность обоснования стратегических решений, так как идеология опционного управления проектом предполагает пошаговое осуществление дополнительных инвестиций, что является немаловажным для венчурного финансирования.

Все способы оценки опциона основываются на том, что существуют некие переломные точки, в которых инвестор решает – исполнять его или нет. Логика применения опционов к оценке инновационных проектов основывается на том, что инвестор, не понимая до конца результат, не имея исчерпывающей информации, начинает вкладывать деньги в проект. Но существует момент времени, когда он может, получив дополнительную информацию или опыт, от этого проекта отказаться.

Реальный опцион – это право, но не обязательство принять какое-то решение позднее; это потенциальная возможность гибкого управления проектом, которое приводит к увеличению его стоимости. Иными словами, реальный опцион – это своего рода усложненный и совершенно модернизированный метод Фишера (метод чистой текущей стоимости), при котором в расчет закладываются влияющие внешние факторы: стоимость инвестиций (денежная сумма, необходимая для реализации инновационного проекта), время, неопределенность, процентные ставки.

Использование данных методов наглядно отражает пример.

Инновационный проект рассчитан на 2 года, сумма необходимых инвестиций равна 360 тыс., из которых 180 тыс. требуются для

метод реального опциона позволяет учесть возможность гибкого принятия решений относительно финансирования инновационного проекта в условиях меняющейся среды

завершения подготовительной стадии, которая длится год, 160 тыс. необходимо инвестировать через год в момент начала производства. Ожидается, что денежные потоки от продажи нового товара поступят в распоряжение предприятия в конце второго года с начала проекта. Однако на момент осуществления инвестиций трудно определить, будет ли новый продукт пользоваться спросом? Вероятность позитивного развития событий (ожидаемый доход составит 800 тыс.) составляет 75%, а негативного – (предполагаемый доход 150 тыс.) – 25%.

Используя стандартный подход, рассчитаем NPV с учетом того, что требуемая норма доходности проекта равна 50 %:

$$NPV = (-180)+(-160):1,5+ +(0,75*800+0,25*150):1,5 = = -3,26. \quad (1)$$

Поскольку NPV проекта меньше нуля, то логично от проекта отказаться.

В случае применения опционного подхода можно предположить, что через год станет ясно, будет ли новый товар пользоваться спросом, и у менеджеров будет возможность решить, стоит ли продолжать инвестиции? Возможность выбора через год в данном случае является для инвестора реальным опционом на отказ. Тогда NPV составит:

$$NPV= -180+0,75*(-160):1,5+ +(0,75*800+0,25*0):1,5 = = 6,6. \quad (2)$$

Поскольку NPV проекта положительна, он может быть рекомендован к исполнению, хотя в случае негативных изменений выгоднее будет остановить финансирование проекта.

реальный опцион – это право, но не обязательство принять какое-то решение позднее; это потенциальная возможность гибкого управления проектом

Исходя из вышеприведенного примера, видны различия между данными методами, а именно: метод дисконтированного денежного потока предполагает, что инвестиции поступают единовременно в начале реали-

что е требуя аст е?..

зации проекта, в то время как метод реальных опционов основан на предположении о возможности осуществлять проект поэтапно.

Оба этих метода в полной мере отвечают запросам венчурных фондов и рисковым инвесторам, хотя и имеют свои отличия, преимущества и недостатки.

метод дисконтированного денежного потока предполагает, что инвестиции поступают единовременно в начале реализации проекта, а метод реальных опционов основан на предположении о возможности осуществлять проект поэтапно

Литература

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
2. Евдокимов Е.И. Стратегия роста капитализации компании и бизнес-планирование: презентация. – СП.-б.: РАВИ, 2006.
3. Калинин Д. Как определить «настоящую» цену инвестиционного проекта? Пример использования метода реальных опционов // Рынок ценных бумаг. – 2000. №24.

pn

Podkorytova, D.V.
Postgraduate Student

Chermoshanky, I.A.
Postgraduate Student,
Shukhov Belgorod State Technological University

Guidelines for Venture-Fund Investment-Portfolio Formation

To date, one of the bottlenecks for the growth of venture capitalism in Russia is poor coverage of various aspects of its activities. It is our opinion that among such aspect are the venture fund's activities to put together an investment portfolio. What kind of decisions, good or bad, are made in choosing new promising ideas and projects predetermines the performance of long-term financial investments, as well as further efforts of investors to provide organizational and managerial support at various stages of its progress, including extra expenditures made necessary by unforeseen problems.