

Особенности оценки стоимости стартапов

Н.Р. Киршина

заместитель директора ООО «ЕМГ Бизнес Консалтинг», International Certified Valuation Specialist (ICVS) (г. Санкт-Петербург)

В.И. Лебединский

первый вице-президент, председатель Экспертного совета ассоциации «Саморегулируемая организация оценщиков «Экспертный совет», кандидат экономических наук (г. Москва)

Наталья Рудольфовна Киршина, natkirsh@gmail.com

Актуальность проблемы

По итогам 2018 года венчурный рынок в России показал неплохие результаты – при сохранившемся количестве сделок (299 в 2018 году, 302 в 2017 году) общий объем инвестиций возрос в 1,5 раза (с 471 миллиона долларов США в 2017 году до 714 миллионов в 2018 году). В основном рост связан с увеличением количества сделок объемом от 10 миллионов долларов США на поздней стадии, одновременно отмечается значительный (на 40 процентов) рост сделок на посевной стадии (seed stage). Доля корпоративных инвестиций в общем объеме достигла 40 процентов, есть тенденция к тому, что доля корпоративных фондов будет увеличиваться (см. [1]).

Вопросы оценки стоимости стартапов – молодых компаний, работающих на новых или зарождающихся рынках, имеющих очень короткую историю и пока не имеющих прибыли, но обещающих высокий темп роста выручки и высокий коэффициент возврата инвестиций, становятся все более актуальными для инвесторов, предпринимателей, кредитных организаций, страховых компаний и других участников рынка.

Сложность оценки (определения стоимости) молодого быстрорастущего бизнеса обусловлена тем, что история развития компании очень коротка, прибыли, а иногда и выручки, нет, при этом основатели компании и инвесторы заинтересованы в динамичном развитии, стремятся к захвату

значительной части рынка или созданию новых рынков.

Отметим типичные ситуации, в которых может потребоваться оценка стартапа:

- 1) внесение доли в уставный капитал либо иное отчуждение доли;
- 2) формирование опционной (мотивационной) программы;
- 3) кредитование под залог доли;
- 4) различные споры (развод супругов, выход участника из общества и т. д.).

Одновременно увеличивается спрос на оценку нематериальных активов как для инвестиционных целей, так и для целей кредитования. Это связано, в частности, с тем, что Правительство Российской Федерации планирует с 2019 по 2024 год в ходе реализации национального проекта «МСП и поддержка индивидуальной предпринимательской инициативы» выделить 31 миллиард рублей на кредитование субъектов малого и среднего предпринимательства (МСП) под залог прав на интеллектуальную собственность (см. [2]).

Методология оценки

Первые публикации о методике оценки стартапов в виде отдельных глав, посвященных в основном применению доходного подхода, появились более 15 лет назад в монографиях [3–5] на английском языке. Современные руководства по оценке прямых и венчурных инвестиций, такие как Руководство по оценке IPEV (International

Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines) [6] или готовящееся к принятию Руководство по бухгалтерскому учету и оценке AICPA (Accounting and Valuation Guide. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies) [7], пока не переведены с английского на русский язык.

Таким образом, в настоящее время отсутствует разработанная и доступная широкому кругу русскоязычных пользователей методология оценки таких объектов. Эти вопросы освещены в профессиональной литературе на русском языке весьма и весьма неполно. Отметим ряд отечественных публикаций по этой теме. Анализ базовых и специфических характеристик стартапов, отличающих их от других фирм, приведен в статье [8], проблемам оценки быстрорастущих компаний посвящены публикации [9–12], в работах [13–14] поднимается вопрос расчета ставки дисконтирования.

Выбор методов оценки в первую очередь зависит от стадии, на которой находится стартап. Обычно выделяют следующие стадии развития таких компаний:

- *посевная стадия, стартап (seed, startup)* – у компании пока нет доходов, история расходов короткая, но уже есть команда, идея, план деятельности и, возможно, первоначальная разработка продукта;
- *1 стадия, или ранняя стадия (1-st stage or early development)* – компания добилась значительных успехов в разработке продукта; ключевые показатели развития достигнуты, но, как правило, прибыль отсутствует или нестабильна;
- *2 стадия, или масштабирование (2-nd stage or expansion)* – компания стремится захватить значительную часть рынка, имеется ясная бизнес-модель и понимание целевых клиентских сегментов; компания недавно достигла операционной прибыльности и имеет положительные денежные потоки;

- *бридж-финансирование/первичное размещение акций (Bridge/IPO)* – компания сравнима по развитию со зрелыми компаниями, клиентская база устойчиво растет; компания имеет устоявшуюся финансовую историю прибыльных операций или генерации положительных денежных потоков.

Следует отметить, что деление на стадии может быть и другим, поскольку нет единой общепринятой их градации.

Приведем краткую характеристику методов оценки, при этом акцентируем внимание на случаях ограниченного их применения.

Метод на основе цены последней инвестиции (Price of Recent Investment)

Суть этого метода – признание стоимости актива равной сумме, уплаченной за него в недавнем прошлом. До недавних пор метод был очень популярен при оценке вложений различных венчурных фондов. Однако в действующей редакции Руководства по оценке IPEV [6] и в проекте Руководства по бухгалтерскому учету и оценке AICPA [7] в отношении метода цены последней инвестиции сделаны важные замечания о необходимости калибровки (корректировки) суммы последней инвестиции с учетом существенных событий в компании и на рынке, произошедших после указанной инвестиции.

Метод рыночных мультипликаторов (Multiples)

Метод применяется при следующих условиях:

- оцениваемая компания имеет стабильную выручку/прибыль либо убытки компании временные и возможно определить ожидаемую прибыль;
- есть достоверные сведения о недавних рыночных сделках с сопоставимыми компаниями-аналогами;
- информация о финансовых показателях компаний-аналогов доступна.

По результатам опросов оценщиков и инвесторов при оценке наиболее часто используются мультипликаторы, связанные с EBITDA (60 процентов опрошенных, в том числе 35 процентов используют скорректированный показатель EBITDA, 25 процентов – EBITDA), 24 процента опрошенных используют мультипликаторы денежного потока, 10 процентов – мультипликаторы выручки, 4 процента – EBIT и 2 процента – мультипликаторы чистой прибыли (см. [15]).

Метод отраслевых метрик (Industry Valuation Benchmarks)

В целом, этот метод аналогичен методу рыночных мультипликаторов, но базой сравнения компаний выступают операционные, а не финансовые показатели (такие как количество посетителей сайта, число мест в отеле, число покупателей и т. п.). Метод применяется при расчете стоимости компаний в тех сегментах рынка, для которых характерна оценка компаний инвесторами именно по операционным показателям (в основном применяется только в качестве поверочного).

Эмпирические или скоринговые методы

К таким методам относятся: метод Беркуса (Berkus Method), метод суммирования факторов риска (Risk Factor Summation Method), метод бенчмаркинга или метод Билла Пэйна (Scorecard Valuation Method), а также их модификации. Методы применяются для оценки стартапов, еще не получающих прибыли, то есть стартапов ранних стадий.

Эти методы используются при условии наличия информации о средней величине доинвестиционной оценки (pre-money valuation) стартапов в том сегменте рынка, к которому относится оцениваемая компа-

ния, желательно в том регионе, где компания работает. Основным недостатком эмпирических методов является субъективность, а сложность их применения заключается в малой доступности данных о российских компаниях. Для компаний, имеющих прибыль, скоринговые методы обычно не применяются.

Метод Беркуса

Метод построен на учете вклада пяти основных факторов в стоимость бизнеса¹ таким образом, чтобы общая максимальная оценка компании² соответствовала средней по отрасли оценке венчурных стартапов.

Факторы, влияющие на стоимость бизнеса, по мнению Беркуса:

- 1) наличие основной бизнес-идеи;
- 2) наличие прототипа (снижение технологических рисков);
- 3) наличие системы (команды) управления качеством (снижение риска исполнения);
- 4) наличие клиентской базы (снижение рыночного и конкурентного рисков);
- 5) достижение этапа внедрения продукта или начала продаж (сокращение финансовых или производственных рисков).

Автор метода приводит в качестве примера добавление 500 тысяч долларов за каждый фактор³, но обращает внимание на то, что в различных сегментах рынка и в разных регионах численные значения могут значительно отличаться (см. [16]).

Метод суммирования факторов риска

Этот метод построен на анализе различных факторов риска, таких как управленческий риск, риски стадии бизнеса, политические и правовые риски, производственный риск, сбытовые и маркетинговые риски, риск финансирования и привлечения капитала, риск конкуренции, технологический

¹ Речь идет об инвестированном капитале, но часто у стартапов нет задолженности, то есть значения инвестированного и собственного капиталов совпадают.

² При наличии всех пяти факторов.

³ Зачастую именно это значение, приведенное в большинстве публикаций в качестве примера, используется вместо оценки, полученной при изучении рынка.

риск, риски судебных споров, международные риски, репутационные риски, риск прибыльного выхода. Наличие или отсутствие определенных рисков может оцениваться по шкале от -2 до +2 (для менее значимых рисков от -1 до 1), один балл эквивалентен 250 тысячам долларов США. Оцениваемая компания сравнивается с известными в отрасли компаниями, получившими финансирование (оценку) (см. [17]).

Метод бенчмаркинга

Метод бенчмаркинга во многом похож на метод суммирования факторов риска. Автор предлагает корректировать среднюю доинвестиционную оценку стартапов в отрасли, добавляя или вычитая соответственно 0–30 процентов за качество команды основателей, 0–25 процентов за размер или потенциал компании, 0–15 процентов за продукт/технология, 0–10 процентов за конкурентную среду, 0–10 процентов за показатели маркетинга (каналы продаж, контракты), 0–5 процентов за потребность в дополнительных инвестициях, 0–5 процентов за иные факторы (см. [18]).

Кроме хорошо известных методов оценки (*метод капитализации прибыли, метод дисконтирования денежных потоков, метод реальных опционов*), подробно описанных в работах [3, 4], при оценке стартапов часто используют *метод сценариев (Первый Чикагский метод* ⁴), а также *метод венчурного капитала*.

Метод сценариев (Первый Чикагский метод) и метод венчурного капитала

Как следует из названия первого из указанных методов, при его применении предполагается рассмотрение нескольких сценариев развития компании (от взлета и успеха до полного провала). Оценки стоимости компании для каждого из сценариев

могут быть сделаны как дисконтированием денежных потоков, так и мультипликаторами. Полученные результаты взвешиваются (см. [19]).

При оценке методом венчурного капитала нет необходимости детально прогнозировать денежные потоки. В расчете используются ожидаемая к моменту выхода инвестора стоимость компании (или ожидаемые финансовые показатели компании и соответствующий мультипликатор), срок инвестирования и требуемая доходность ⁵.

В общем виде формула стоимости компании выглядит так:

Стоимость компании = Стоимость компании на момент выхода инвестора из проекта × (1 + Ставка дисконтирования)⁻ⁿ,
где *n* – количество лет до выхода инвестора.

Значения показателей доходности на венчурном рынке довольно высокие и зависят от стадии стартапа, а также от типа инвестора (в таблице 1 приведены типичные ставки доходности, требуемой венчурными инвесторами, в работе [15] приведены ставки для других типов финансирования – от ангельских инвестиций до традиционного банковского кредитования).

При оценке стартапов такие традиционные методы оценки бизнеса, как *метод чистых активов* и *метод ликвидационной стоимости*, применяются редко. Это связано с тем, что значительная часть стоимости компании обычно формируется за счет нематериальных активов, оценка которых отдельно от всего бизнеса часто затруднена.

Тем не менее при оценке действующей компании использовать метод чистых активов можно и нужно, хотя бы для проверки оценок, сделанных другими методами, на здравый смысл.

⁴ Метод впервые был применен в венчурном подразделении First Chicago Bank (в настоящее время банк входит в состав JPMorgan Chase & Co).

⁵ Либо показатель рентабельности инвестиций, обычно выраженный «в иксах», то есть в виде числа, при умножении на которое сделанных инвестиций получается желаемая инвестором оценка «на выходе».

*Доходность инвестиций, требуемая венчурными инвесторами,
в зависимости от стадии, %⁶*

Стадия	Исследователь, год публикации			
	Plummer, 1987 *	Scherlis and Sahlman, 1989 *	Sahlman and others, 1998 *	Everett, 2019 **
Посевная	50–70		50–100	28–43 (33)
Первая или ранняя	40–60			24–41 (33)
Вторая или масштабирование	35–50	30–50	30–40	23–33 (28)
Бридж-финансирование/ первичное размещение акций	25–35	20–35	20–30	20–33 (28)

* Результаты исследований приведены по данным работы [7].

** Данные источника [15], в скобках указаны медианные значения доходности.

При оценке компании, продолжение деятельности которой не планируется, основным методом оценки становится метод ликвидационной стоимости.

Как уже отмечалось, выбор методов оценки в первую очередь зависит от стадии, на которой находится стартап. Не менее важным при оценке является наличие доступной информации о компании, рынке и отрасли. Совокупность этих факторов и определяет применимость методов оценки.

По данным опросов, при оценке непубличных компаний чаще всего используют метод капитализации прибыли и метод дисконтирования денежных потоков (34 процента и 30 процентов соответственно). Заметно реже используются методы, связанные с рыночными данными о сделках (13 процентов – сделки с непубличными компаниями, 11 процентов – эмпирические методы, 3 процента – сделки с акциями публичных компаний). На метод чистых активов приходится только 6 процентов оценок (см. [15]).

Сводные данные о возможности применения различных методов оценки стоимо-

сти стартапов приведены в таблице 2 на следующей странице.

Сложности оценки. Ошибки

В российских условиях отсутствие разработанных комплексных рекомендаций по оценке стартапов иногда приводит к искажению стоимости, в том числе по следующим причинам:

- недостаточный анализ документации (устава, корпоративных договоров, условий состоявшихся ранее сделок);
- принятие без проверки и анализа показателей, полученных от владельцев компании (объем рынка, темпы роста и т. п.);
- на рынке присутствуют компании, имеющие собственные разработки, новые технологии, патенты и т. д., но при этом отсутствуют какая-либо «техническая» экспертиза этих разработок, обоснование экономической целесообразности, широкой применимости, конкурентоспособности, возможности заинтересовать значимый круг потребителей;

⁶ Таблица составлена авторами настоящей статьи. В основном исследовались рынки стран Западной Европы, США и Канады.

Таблица 2

Применимость методов оценки для различных стадий развития стартапа⁷

Метод	Стадия			
	посевная	ранняя	масштабирование	бридж-финансирование/ первичное размещение
на основе цены последней инвестиции	Применяется при условии проведения калибровки			
рыночных мультипликаторов	Применимы, но если прибыль отсутствует, к результату следует относиться с осторожностью	Применяются, но если прибыль отсутствует или нестабильна, к результату следует относиться с осторожностью	Применяется	
отраслевых метрик			Применим как поворочный	
эмпирические или скоринговые методы (метод Беркуса, метод суммирования факторов риска, метод бенчмаркинга и т. п.)	Применяются	Применяются, если нет прибыли	Не применяются *	
капитализации прибыли	Не применяется	Не применяется, если нет прибыли	Применяется	
дисконтирования денежных потоков	Применяется, но если прибыль отсутствует, к результату следует относиться с осторожностью		Применяется	
реальных опционов	Применяются			Не применяются **
сценариев (Первый Чикагский метод)				
венчурного капитала				
чистых активов	Применяется			
ликвидационной стоимости	Применяется, если нет перспектив развития			

* Скоринговые методы обычно не применяются на поздних стадиях развития стартапа, поскольку у компании уже есть прибыль.

** На этой стадии указанные методы сводятся к методу дисконтирования денежных потоков.

- использование без проведения критического анализа бизнес-планов, в частности, построенных на использовании таких разработок, новых технологий, применении полученных патентов и т. п. ⁸;
- недостаточный анализ рынка продукта, отрасли, использование «готовых»

⁷ Таблица составлена авторами настоящей статьи.

⁸ Отметим, что по данным [8], бизнес-планам доверяет более 80 процентов инвесторов.

- обзоров;
- излишне оптимистичный прогноз темпов роста показателей на протяжении длительного периода времени;
 - некорректная оценка необходимости реинвестирования;
 - игнорирование срока жизни технологий/программ;
 - недооценка рисков, присущих инвестициям в стартапы;
 - принятие «как есть» всех понесенных в прошлом затрат – без проведения анализа наличия рынка для результатов разработок или возможности использования активов, созданных внутри компании;
 - некорректный учет режима налогообложения, особенно при наличии у компании налоговых льгот в настоящее время.

Оценка быстрорастущих компаний требует тщательного анализа рынка, сбора информации как о сделках, так и об оценках других компаний отрасли потенциальными инвесторами.

Представляется важным отметить, что при оценке стартапов надо, не принимая на веру показатели бизнес-планов и презентаций владельцев бизнеса, анализировать рынок и перспективы развития компании, учитывать специфику бизнеса, а именно:

- оценить доступными способами емкость рынка и определить возможности достижения компанией плановых показателей развития;
- проанализировать отраслевые данные и оценить темпы роста выручки компании как на ближайший период, так и на долгосрочную перспективу;
- при построении денежных потоков учитывать отраслевые показатели реинвестирования;
- при моделировании денежного потока учитывать сроки жизни новых продуктов и технологий;
- использовать показатели доходности, характерные для инвестиций в быстрорастущие компании;

- при наличии у компании налоговых льгот учитывать условия, при которых они перестают действовать (истечение срока либо достижение определенных финансовых результатов).

Применение эмпирических, скоринговых методов (иногда их также называют «методами большого пальца») при всей их субъективности, приближенном характере, невысокой точности, на наш взгляд, целесообразно, особенно при оценке компаний на ранней стадии.

К особенностям оценки стартапов также следует отнести особенности получения информации о сделках. В отличие от рынка «традиционных» компаний на рынке венчурных инвестиций степень информационной открытости достаточно высокая. Информацию о сделках, мультипликаторах, отраслевых метриках и т. д. можно найти во многих источниках. Однако в отличие от привычных видов источников информации (статьи, аналитика, справочники и т. д.) это могут быть, например, видео-презентации инвесторов на Youtube, различные новостные ленты или публикации в социальных сетях.

Особое внимание при оценке следует уделить возможности или невозможности принятия к оценке понесенных в прошлом затрат на разработки новых продуктов и технологий, для чего нужно выполнить анализ наличия рынка для результатов разработок или возможности использования активов, созданных внутри компании.

В работах [6] и [7] особо отмечается, что при оценке стоимости объекта венчурного инвестирования следует максимально использовать все доступные методы оценки.

По нашему мнению, эти рекомендации являются важными, поскольку при оценке разными методами можно взглянуть на компанию с разных точек зрения, получить диапазон значений стоимости, проанализировать различные аспекты, связанные с ситуацией на рынке, увидеть сильные и слабые стороны.

На заключительном этапе оценки нужно

обратить особое внимание на наличие корпоративных соглашений и иной документации, в которой могут быть зафиксированы различные права, относящиеся к пакетам акций разного типа и иные особенности, характерные для объектов венчурного инвестирования. Мы полагаем, что при оценке стартапа разумно также сформировать мнение о диапазоне значений стоимости.

Заключение

Оценка стартапов при некоторой схожести с оценкой зрелых компаний имеет много специфических особенностей, таких как:

- отсутствие ретроспективных данных;
- высокие риски;
- неопределенность прогнозов;
- значительный вклад нематериальных активов в стоимость бизнеса.

Недостаточная развитость методологии оценки объектов венчурного инвестирования, отсутствие должного технологического и экономического анализа приводят к серьезным ошибкам при определении стоимости быстрорастущих компаний.

Считаем целесообразным осуществлять дальнейшее методическое развитие рассматриваемой темы как в части комплексных методических рекомендаций, в которых должен быть учтен международный опыт оценки объектов венчурных инвестиций, так и в части исследования отдельных методических вопросов, а также рассмотрение отдельных типичных кейсов.

ЛИТЕРАТУРА И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Венчурная Россия. Результаты 2018 года. URL: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-venture-russia-2018/\\$FILE/ey-venture-russia-2018.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-venture-russia-2018/$FILE/ey-venture-russia-2018.pdf)

2. МСП получит 31 млрд рублей на кредиты под залог прав на интеллектуальную собственность. URL: <https://rupto.ru/ru/news/21-02-2019-msp-poluchit-31-mlrd-rublej-na-kredity-pod-zalog-prav-na-intellektualnuyu-sobstvennost>

3. Райли Р., Швайс Р. Оценка бизнеса – опыт профессионалов / пер. с англ. М. : ИД «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2010. 408 с.

4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. 10-е изд., перераб. и доп. М. : Альпина Паблишер, 2017. 1316 с.

5. Сли Р. Частные рынки капитала: оценка, финансирование и передача капитала непубличных компаний / пер. с англ. М. : Общероссийская общественная организация «Российское общество оценщиков», 2011. 656 с.

6. International Private Equity and Venture Capital Valuation (IPEV) Guidelines. December 2018. URL: <http://www.privateequityvaluation.com/Portals/0/Documents/Guidelines/IPEV%20Valuation%20Guidelines%20-%20December%202018.pdf>

7. Working Draft of AICPA Accounting and Valuation Guide. Valuation of Portfolio Company Investments of Venture Capital and Private Equity Funds and Other Investment Companies. Части 1 и 2. URL: <http://www.globalviewadvisors.com/wp-content/uploads/2018/05/Working-Draft-of-AICPA-Portfolio-Company-Valuation-Guide-Part-1-Chapters-1-to-14-15May18.pdf>, <http://www.globalviewadvisors.com/wp-content/uploads/2018/05/Working-Draft-of-AICPA-Portfolio-Company-Valuation-Guide-Part-2-Appendixes-A-C-and-Glossary-15May18.pdf>

8. Недзвецкий Н. С. Инновационный стартап как объект венчурного инвестирования: базовые и специфические характеристики // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2017. Т. 7. № 2А. С. 124–137.

9. Куницына Н. Н., Халявская Т. В. Методы оценки доинвестиционной стоимости стартапов, не достигших уровня доходности // Научно-технические ведомости СПбГПУ. 2016. № 4(246). С. 292–301.

10. Суханова И. Г. Оценка быстрорастущих компаний // Вопросы оценки. 2018. № 2(92). С. 27–33.

11. Силаев А. А. Методика оценки стоимости инновационных проектов с привлечением венчурных инвестиций // Имуществен-

ные отношения в Российской Федерации. 2012. № 2(125). С. 29–39.

12. *Альтова И. П.* Анализ методов оценки стоимости венчурных инновационных компаний // Научно-технические ведомости СПбГПУ. 2009. № 4. С. 237–240.

13. *Силаев А. А.* Модифицированная факторная модель расчета ставки дисконтирования на основе метода кумулятивного построения для оценки стоимости инновационных проектов с привлечением венчурного финансирования // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2011. № 5(116). С. 89–93.

14. *Касьяненко Т. Г.* О структуре ставки дисконта при оценке венчурных компаний // Имущественные отношения в Российской Федерации. 2014. № 12(159). С. 28–45.

15. *Everett Craig R.* Private Capital Markets Report» (2019). Pepperdine Graziadio Business School. URL: http://digitalcommons.pepperdine.edu/gsbm_pcm_pcmr/12

16. After 20 years: Updating the Berkus Method of valuation. URL: <https://berkonomics.com/?p=2752>

17. Valuations 101: The Risk Factor Summation Method. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/>

18. Valuations 101: Scorecard Valuation Methodology. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/>

19. Venture Valuation – First Chicago Method. URL: <http://www.venionaire.com/first-chicago-method-valuation/>