

Шитова О.С.

«Оценка start-up: учет «затрат на раскрутку».

Рассмотрена возможность проведения оценки стоимости start-up компаний в рамках затратного подхода. Особое внимание уделено определению стоимостного эквивалента упущенной выгоды, связанной с недополученным инвестором доходом из-за «замораживания» инвестиций в период «раскрутки» компании. Данные «затраты на раскрутку» start-up компании могут быть весьма значительными, учитывая объемы инвестиций на начальной стадии «работы» бизнеса, и, как правило, длительный период времени, в течение которого компания выходит на рынок и на получение операционной прибыли.

Start-up, в классическом понимании, - это компания с короткой историей операционной деятельности, находящаяся в активной фазе своего развития, предполагающей активное инвестирование в создание производственных фондов и отсутствии прибыли. Понятие start-up применимо к компаниям всех сфер деятельности, однако максимальное распространение оно получило в сфере информационных технологий и интернет проектов.

В оценочной литературе при рассмотрении методов оценки start-up компаний чаще всего внимание уделяется оценке в рамках доходного подхода «методом венчурного капитала» или классическим методом дисконтирования денежных потоков. Приоритет использования методов доходного подхода обусловлен, как правило, наличием у start-up компаний некоего нематериального актива (технологии, перспективные разработки, лицензии, «идеи» и т.п.), который еще не приносит дохода. И практически полным отсутствием производственных фондов.

Тем не менее оценка стоимости start-up компаний методами затратного подхода также возможна. Но, применяя методы затратного подхода к оценке start-up компаний, необходимо учитывать, что компания еще находится в активной фазе развития и может не приносить инвесторам (акционерам) дохода. Поэтому при оценке start-up компаний может быть применен несколько видоизмененный затратный подход.

В основе применения затратного подхода (в классическом его изложении) лежит положение, согласно которому величина чистых активов предприятия (по данным бухгалтерского баланса) представляет собой *учетную сумму* 100%-ного пакета акций (всего акционерного капитала).

Базовая формула для величины чистых активов имеет следующий вид:

$$\text{Собственный капитал (чистые активы)} = \text{Активы} - \text{Обязательства}$$

В исходном виде *учетная сумма* чистых активов не отражает их рыночной стоимости, и общепринятым является корректировка активов и обязательств на рыночные условия.

Описанная схема оценки бизнеса методом скорректированных (накопленных) чистых активов является устоявшейся и общепринятой. Однако обычно часть активов компании не учитывается балансом, либо учитывается по символическим суммам в силу особенностей бухгалтерского учета (особенно российского). К таким активам могут быть отнесены репутация компании, ее перспективные разработки, лицензии, затраты на создание деловых связей и узнаваемость компании на рынке и др. Стоимость данного вида активов может быть значительна, а при оценке start-up компаний стоимость перспективных разработок, лицензий, «идеи» может составлять практически стоимость всего бизнеса.

Кроме того, *при оценке бизнеса* в рамках затратного подхода затраты учитываются без учета времени их понесения¹. В то время как следует учитывать и косвенные (вмененные) издержки, которые в ряде случаев могут составлять существенную величину. Самым очевидным видом таких

¹ В рамках доходного подхода затраты «привязаны» к моментам их понесения, и эффект «раскрутки» компании учитывается снижением рисков дальнейшего ведения бизнеса, т.е. ставки дисконтирования прогнозируемых доходов.

издержек является упущенная прибыль, возникающая при сравнении вариантов покупки функционирующего бизнеса и «строительстве» аналогичного бизнеса с нуля. При оценке компаний, еще не выведенных на этап получения прибыли (start-up компаний), к вмененным издержкам можно отнести упущенные доходы инвестора от «замораживания» инвестиций на начальных этапах развития предприятия, по сравнению с вариантом приобретения такого же набора активов одновременно на средства, «работавшие» в других инвестициях в течение всего периода создания предприятия.

В оценке недвижимости такие издержки часто называют прибылью предпринимателя или ее частью. Учет прибыли предпринимателя в оценке стоимости недвижимости является общепринятым, и ни у кого не вызывает вопросов. В то время как в оценке бизнеса такая практика встречается очень редко.

Тем не менее, требование инвестора к покупателю возместить ему недополученные доходы от возможных альтернативных инвестиций, не связанных с «замораживанием» средств, выглядит справедливым. Эти не полученные инвестором доходы включаются в цену активов сверх номинальной суммы затрат на их воспроизводство (замещение) и в оценке бизнеса являются составной частью так называемых «затрат на раскрутку» [2, с. 50].

Метод, учитывающий «затраты на раскрутку предприятия», назван Ю.В. Козырем [2, с. 48] *модифицированным методом чистых активов*. Данный метод учитывает неотраженные в балансе активы и обязательства, величина которых поддается расчету.

В качестве основных составляющих затрат «на раскрутку» в монографии Ю. В. Козыря рассматриваются следующие:

- скорректированная величина затрат на формирование связей и узнаваемости на рынке;

- стоимостный эквивалент упущенной выгоды, возникающей из-за недополучения прибыли при становлении бизнеса «с нуля»;
- стоимостный эквивалент исчезновения специфических рисков этапа становления бизнеса (превышения сметы расходов, повышенной вероятности потери осуществленных инвестиций и т.п.).

Для start-up компании величина третьей составляющей «затрат на раскрутку» минимальна, так как компания еще не уменьшила существенным образом риски этапа становления. Величина первой составляющей также будет минимальна при оценке start-up компании, так как основные затраты на продвижение бренда и формирование деловых связей у такой компании, как правило, еще впереди.

Что же касается стоимостного эквивалента упущенной выгоды, то, поскольку компания еще не вышла на этап получения операционной прибыли, в качестве упущенной выгоды может рассматриваться лишь недополученный инвестором доход, связанный с «замораживанием» инвестиций на время «раскрутки» (та самая прибыль предпринимателя).

«Затраты на раскрутку» start-up компании могут быть весьма значительными, учитывая объемы инвестиций на начальной стадии «работы» бизнеса и, как правило, длительный период времени, в течение которого компания выходит на рынок (до получения операционной прибыли).

Величина недополученного дохода рассчитывается с учетом «замороженных» сумм и периодов, от моментов инвестирования до даты выхода на интересующий этап развития компании.

Величина недополученного подхода может быть определена как разность будущей стоимости произведенных инвестиций (в приобретение активов компании) и суммы инвестиций, определенной без учета стоимости денег во времени.

Расчет «затрат на раскрутку» start-up компании может быть выполнен по известной [1, с. 306-309] формуле:

$$НД = \sum_{i=1}^n Ei \times (1 + Y)^{n-i} - E$$

где

НД – величина недополученного дохода («затраты на раскрутку»);

E_i – величина инвестиций в активы компании в конце i -того периода;

i – порядковый номер периода;

n – количество периодов инвестирования;

E – общая сумма инвестиций;

Y – норма доходности (ставка наращения) для инвестиций в рассматриваемый период (месяц, квартал, год).

Для затрат, позиционируемых на начало каждого i -того периода, формула для недополученного дохода приобретает вид

$$НД = \sum_{i=1}^n Ei \times (1 + Y)^{n-i+1} - E$$

По аналогии для затрат, позиционируемых на середину i -того периода, можно записать

$$НД = \sum_{i=1}^n Ei \times (1 + Y)^{n-i+0.5} - E$$

Данная методология, учитывающая «затраты на раскрутку» при определении стоимости start-up компании в рамках затратного подхода, была реализована, например, при оценке стоимости совместного российско-индийского предприятия Sistema Shyam TeleServices Ltd в 2010 году, когда компания еще характеризовалась как start-up.

На момент проведения оценки компания обладала таким нематериальным активом, как лицензии на оказание услуг мобильной связи в стандарте CDMA на территории всей Индии, а также

осуществляла значительные инвестиции в строительство сетей связи, но еще не вышла на этап получения операционной прибыли. Лицензии были получены перед развертыванием деятельности компании, т.к. без них проведение остальных мероприятий по строительству телекоммуникационной сети, приобретению требуемого оборудования и т.п. не имели экономического смысла.

CDMA-лицензии были получены компанией в результате решений Департамента Телекоммуникаций Индии. А их балансовая стоимость (лицензионный сбор) не отражала рыночных реалий. Рыночная стоимость лицензий на дату их получения была определена оценщиком на основе рыночных данных о сделках по покупке крупными телекоммуникационными операторами мелких компаний-«пустышек», главным активом которых являлись аналогичные лицензии.

Период функционирования Sistema Shyam TeleServices Ltd с момента получения данных лицензий до даты оценки составлял около двух лет. Примерно такое же время занимал подготовительный период и у нескольких компаний-конкурентов на индийском рынке, также находящихся в стадии start-up.

В рамках проведенной оценки Sistema Shyam TeleServices Ltd затратным подходом рыночная стоимость CDMA-лицензии была определена с учетом величины недополученного дохода («затрат на раскрутку»). Определенная оценщиком стоимость впоследствии подтвердилась рынком: данные CDMA-лицензии были переоценены Кабинетом министров Индии в \$3,25 млрд.² Кроме того, близкую оценку дали (при обобщении на все штаты Индии) результаты аукционов по продаже GSM-лицензий в диапазоне систем передачи данных G3,

² «Ведомости» от 15.08.2012 г. «АФК «Система» ищет партнеров в Индии.

проведенных Министерством связи Индии³. Можно сказать - проверено и подтверждено дважды.

Таким образом, можно с большой долей уверенности говорить о том, что учет «вмененных издержек» в составе «затрат на раскрутку» при оценке стоимости start-up компаний в рамках затратного подхода к оценке бизнеса, оценивается рынком вполне адекватно. Отсюда можно рекомендовать такой учет во всех случаях, когда влияние его на величину оцениваемой стоимости заметно.

Литература

1. Грибовский С.В. Оценка стоимости недвижимости: Учебное пособие. – М.: Маросейка, 2009-. – 432 с.
2. Козырь Ю.В. Стоимость компании: Оценка и управленческие решения, 2-е изд., переработанное и доп. – М.: Изд-во «Альфа-Пресс», 2009. – 376 с.

³ <http://telecomtalk.info/indias-3g-auction-ends-no-single-bidder-bid-for-a-pan-india-3g-license/28033/>