

## ОЦЕНКА ИНТЕРЕСОВ УЧАСТНИКОВ ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ ТРАНСПОРТНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

*Ростислав Копытов*

*Институт транспорта и связи  
Ломоносова 1, Рига, LV-1019, Латвия  
Тел.: (+371)-7100585. Факс: (+371)-7100660. E-mail: rkopitov@tsi.lv*

**Ключевые слова:** рисковый капитал, венчурное инвестирование

В настоящее время использование венчурного капитала способствует развитию средних и малых предприятий. Венчурное инвестирование представляет собой рисковое вложение средств в проекты с перспективным ростом. Однако на латвийском рынке рисковый капитал недостаточно востребован. Основная причина такой пассивности заключается в отсутствии опыта использования данного вида инвестирования со стороны латвийских предпринимателей. Кроме того, зарубежные венчурные фонды не проявляют должной активности, поскольку не знают местного рынка и не могут точно оценить уровень риска при работе с латвийскими предприятиями. Тем самым усложняется внедрение апробированных на практике, эффективных схем инвестирования. Изучение сложившегося положения в сфере транспорта Латвии, показывает, что данная отрасль является весьма перспективной с позиции рискового инвестирования.

По своей сути схемы рискового капитала представляют собой сложившийся, с точки зрения организационного, информационного и планово-контрольного обеспечения, инструментарий. В данном случае речь идет о выборе отлаженных проектов, способных за 3-7 лет принести существенные доходы. При этом отлаженный проект характеризуется не только использованием высокой технологии или ноу-хау, но и наличием детализированного бизнес-плана, в котором показаны пути многократного наращивания вложенных в проект средств. Представители рискового капитала, вкладывая средства в отлаженный бизнес, на время инвестирования проекта становятся его совладельцами за счет покупки доли капитала предприятия. Прежде всего, новые совладельцы руководствуются миссией, связанной с повышением рыночной стоимости своего предприятия с целью его последующей продажи. При этом применяется известная схема выкупа предприятия в кредит под залог будущей прибыли. Реализация такой схемы, как правило, связана с высоким уровнем доходности при условии высокой степени риска. Для снижения риска венчурные капиталисты используют радикальные методы повышения качества эффективного менеджмента. В этой связи со стороны рисковых капиталистов выдвигается требование обязательного изменения организационной структуры управления за счет замены ключевых фигур предприятия на менеджеров проекта. Тем самым в процесс развития предприятия включаются лица, имеющие опыт инвестиций в рассматриваемое направление бизнеса, а также осуществлявшие устойчивый выход рискового капитала из предприятий с прибылью. Новые менеджеры не только осуществляют управление предприятием, но следят за доходами и расходами, помогают наладить финансовую дисциплину, разработать и контролировать реальный бюджет, а также отслеживать интересы всех заинтересованных участников схемы.

При реализации отлаженного проекта применяется специальный механизм оценивания и контроля деятельности венчурного предприятия. Данный механизм

связан с применением методов, которыми пользуются рискованные капиталисты и менеджеры предприятия при выкупе нового предприятия в кредит.

Процесс оценивания осуществляется при наличии следующих условий:

- предприятие, представляющее конкурентоспособное направление бизнеса, должно находиться на стадии реструктуризации;
- в первые годы предприятие должно приносить доход, достаточный для уплаты процентов по долгу;
- через 3 - 7 лет акционеры должны получить возможность перепродать свое приобретение за счет выпуска акций или продажи предприятия.

В самом общем случае участниками схемы являются первоначальные владельцы, банк, рискованные инвесторы и менеджеры предприятия, будущие покупатели. Схема реализуется на основе взаимодействия следующих факторов:

- первоначальные владельцы заинтересованы в продаже предприятия;
- банк заинтересован в том, чтобы осуществить финансирование нового предприятия;
- инвесторы предоставляют заем при условии, что часть акций нового предприятия будет передана в их распоряжение;
- менеджеры предприятия верят, что могут раскрутить предприятие, а затем продать его на выгодных условиях;
- покупатели будущего предприятия заинтересованы в покупке перспективного предприятия.

В этой связи, перед тем как осуществить непосредственное вложение, необходимо тщательно спланировать бизнес. Независимо от функциональной направленности предприятия весь процесс оценки сводится к управлению стоимостью в среднесрочной перспективе. В данном случае необходимо оценить объем инвестиций, связанный с ним риск, увеличение оборота фирмы за счет эффективности менеджмента, проведенного в ходе структурного преобразования предприятия.

Для успешного осуществления схемы необходимо правильно определить доходность сделки для каждого участника. Так, владельцам необходимо знать стоимость предприятия для того, чтобы принять решение относительно факта продажи. Покупателям важно настроиться на предельную цену будущего предприятия и разработать под это соответствующую стратегию. Кредиторы должны быть уверены, что доходов от деятельности и продажи нового предприятия хватит, чтобы выполнялись все кредитные обязательства.

Оценка схемы происходит на основе исследования внутренней нормы доходности операцией по выкупу предприятия. Доходность таких операций оценивается с учетом интересов всех участников сделки. При этом внутренняя норма доходностей является функцией различных цен приобретения. В качестве основного критерия выступает требуемый уровень доходности, соответствующий максимальной цене покупки. Следует заметить, что требуемая доходность зависит от рискованности доходов покупаемого бизнеса и графика погашения привлеченных средств. Кроме того, величина уровня доходности значительно изменяется по мере погашения общего долга после того, как ее активы оказываются проданными.

Для оценки стоимости предприятия при изменяющейся структуре капитала применяется метод скорректированной приведенной стоимости.

В основу метода заложена следующая формула (1):

$$PV_L = PV_U + PV_{TS}, \quad (1)$$

где:

- $PV_L$  – суммарная текущая стоимость предприятия;  
 $PV_U$  – приведенная стоимость вкладываемого акционерного капитала;  
 $PV_{TS}$  – приведенная стоимость налоговых скидок на процент по кредиту, используемому для финансирования предприятия в кредит.

Формула (1) основывается на следующих предположениях. Известно, что стоимость предприятия, не обремененного долговыми обязательствами, определяется доходами от операционной эксплуатации его активов. При этом кредиторская задолженность такого предприятия, обеспеченная доходами от основной деятельности, увеличивает его стоимость. Сделанный вывод основан на том, что проценты по кредиту вычитаются из налогооблагаемого дохода. В результате при любой величине дохода от основной деятельности посленалоговая прибыль, которая становится доступной акционерам и кредиторам, увеличивается на сумму выплаченной по процентам части прибыли. Причем значение такой суммы возрастает в соответствии с величиной процентных платежей за кредит, а не в форме дивиденда.

Формулу (1) можно представить в виде следующего соотношения:

$$PV_L = \sum_{t=1}^N \frac{FV_t}{(1+d_A)^t} + \frac{FV_{term\_K} - C'_0}{(1+d_A)^K} + PV_{TS}, \quad (2)$$

где:

- $FV_t$  – денежный поток, определяющий доход от основной деятельности за период времени  $t$ ;  
 $d_A$  – ставка дисконта, характеризующая требуемую доходность активов;  
 $N$  – число лет, в течение которых оценивается основная деятельность предприятия;  
 $FV_{term\_K}$  – будущая стоимость, полученная от продажи предприятия на момент его выхода на стабильный (постоянный) уровень доходов;  
 $C'_0$  – совокупная задолженность по кредитам на момент продажи предприятия.

Первое слагаемое, входящее в формулу (2), определяет приведенное значение суммарного дохода предприятия, сформированного за  $N$  лет. Данный показатель характеризует суммарный результат, полученный при дисконтировании дохода от основной деятельности предприятия за  $t$ -й период ( $FV_t$ ) по ставке, равной значению требуемой доходности активов ( $d_A$ ).

Второе слагаемое представляет собой приведенное значение предполагаемой цены продажи предприятия на момент ее возможной продажи ( $K$ ). Числитель этого выражения ( $FV_{term\_K}$ ) определяется на основании формулы (3):

$$FV_{term\_K} = \frac{FV_K}{d_{WACC} - g}, \quad (3)$$

где:

- $FV_K$  – денежный поток дохода от основной деятельности, прогнозируемый на  $K$ -й период времени, когда ожидается стабильный уровень доходов;  
 $d_{WACC}$  – скорректированная ставка дисконта, определяющая средневзвешенную цену капитала;

$g$  – долгосрочный темп роста годового дохода от основной деятельности за  $K$ -й год.

Данная формула является модификацией известной модели Гордона, используемой для расчета продленной стоимости (цены продажи) предприятия. Проведенная модификация обусловлена наличием в знаменателе некоего показателя, определяющего средневзвешенную цену капитала. Далее раскрывается смысл выполненной коррекции.

Формула (3) предполагает капитализацию годового дохода в показатель стоимости. Данное преобразование происходит за счет коэффициента капитализации. Коэффициент капитализации представляет собой разницу между скорректированной ставкой дисконта ( $d_{WACC}$ ) и долгосрочным темпом прироста дохода ( $g$ ). Скорректированная ставка дисконта используется, исходя из предположения, что на момент продажи предприятие имеет определенную финансовую структуру. Кроме того, на основании такой структуры обеспечивается  $g$ -й темп роста доходов. В таком случае показатель  $d_{WACC}$  рассчитывается по формуле (4):

$$d_{WACC} = d_A - t_s \times \bar{d}_D \times L \times \frac{(1 + d_A)}{(1 + \bar{d}_D)}, \quad (4)$$

где:

$d_A$  – ставка дисконта, характеризующая требуемую доходность активов;

$t_s$  – ставка корпоративного налога;

$\bar{d}_D$  – средняя ставка кредитования капитала;

$L$  – средняя доля долга в общей структуре капитала предприятия.

В формуле (4) для расчета ставки дисконта используется метод средневзвешенной стоимости капитала. Данный метод приспособлен для определения возможной цены продажи в конечной и типичной ситуациях. Как правило, в рассматриваемом случае исследуется структура финансирования сделки по покупке предприятия. Так, можно предположить, что если будущий покупатель намерен поддерживать стабильную структуру капитала, то средневзвешенная структура может быть использована для дисконтирования денежных потоков, при этом она остается постоянной и может быть представлена в формуле (4).

После того, как раскрыт смысл определения всех показателей, входящих в формулу (3), снова следует обратиться к формуле (2). В данной формуле в качестве третьего слагаемого используется показатель  $PV_{TS}$ . Как было уже указано, этот показатель характеризует приведенную суммарную экономию за счет льгот, полученных при уплате процентов за предоставленные кредиты. На практике предприятия при ведении определенного бизнеса могут получать кредитные ресурсы в комбинированных формах. Другими словами, инвестиции в проект могут проходить из разных источников по различным схемам финансирования. При этом по каждому из предоставленных кредитов могут возникать исключительные схемы погашения основной суммы долга. Кроме того, как правило, отличаются между собой и процентные ставки. В соответствии с этим текущая суммарная величина экономии налоговых скидок по всем источникам кредитования определяется по формуле (5):

$$PV_{TS} = \sum_{i=1}^L \sum_{t=1}^N \frac{t_s \times d_{D_i} \times D_{t-1,i}}{(1 + d_{D_i})^t}, \quad (5)$$

где:

- $N$  – число лет оценивания основной деятельности предприятия;
- $I$  – количество источников кредитования;
- $t_s$  – ставка корпоративного налога;
- $d_{D_i}$  – ставка процента по  $i$ -тому кредиту;
- $D_{t-1,i}$  – остаток обязательств по кредиту типа  $i$  на  $t$ -й год.

Данная формула позволяет вычислить за период оценки текущую величину дохода от сокращения налогов, возникающего благодаря вычитанию из налогооблагаемой суммы платежей по кредиту. Другими словами, при умножении процентных платежей каждого года на ставку кредитования получаем значение ежегодной налоговой экономии по определенному кредиту. Текущие значения такой экономии по соответствующему механизму кредитования находим, проводя дисконтирования по установленной ставке кредита. Путем сложения значений приведенных экономий по всем источникам кредита, определяем суммарную величину текущей стоимости налоговых выгод. Данная оценка рассчитывается за весь период оценки ( $N$ ).

Таким образом, с учетом раскрытых выражений (3) – (5), формула (2) принимает окончательное выражение, на основании которого можно оценивать текущее значение стоимости предприятия на определенную дату оценки (6):

$$PV_L = \sum_{t=1}^N \frac{FV_t}{(1+d_A)^t} + \sum_{i=1}^I \sum_{t=1}^N \frac{t_s \times d_{D_i} \times D_{t-1,i}}{(1+d_{D_i})^t} + \left( \frac{FV_k}{d_A - t_s \times \bar{d}_D \times L \times \frac{1+d_A}{1+\bar{d}_D} - g} - C'_0 \right) \times \frac{1}{(1+d_A)^K}, \quad (6)$$

где:

- $FV_t$  – денежный поток, определяющий доход от основной деятельности за период времени  $t$ ;
- $d_A$  – ставка дисконта, характеризующая требуемую доходность активов;
- $N$  – число лет оценивания основной деятельности предприятия;
- $I$  – количество источников кредитования;
- $t_s$  – ставка корпоративного налога;
- $d_{D_i}$  – ставка процента по  $i$ -ому кредиту;
- $D_{t-1,i}$  – остаток обязательств по кредиту типа  $i$  на  $t$ -й год;
- $FV_k$  – денежный поток дохода от основной деятельности за  $K$ -й период времени, когда ожидается стабильный уровень доходов;
- $\bar{d}_D$  – средняя ставка кредитования капитала;
- $L$  – средняя доля долга в общей структуре капитала предприятия;
- $g$  – долгосрочный темп роста годового дохода от основной деятельности за  $N$ -й год;
- $C'_0$  – совокупная задолженность по кредитам на момент продажи предприятия.

Данная формула также имеет три составляющие. Первая и вторая составляющие равны текущей стоимости, оцененной за рассмотренный период времени  $t = [1, N]$ . Третье выражение в формуле (6) позволяет рассчитать текущую стоимость предполагаемой цены продажи предприятия. В сумме все три величины характеризуют текущую стоимость предприятия.

Предложенный подход, который учитывает изменяющуюся структуру капитала предприятия, можно использовать для оценки различных финансовых схем. Реализация данных схем, как правило, зависит от конкретной ситуации и требует применения специального аппарата, в ходе которого рассчитываются следующие стоимостные показатели: чистая текущая стоимость доходов ( $NPV$ ), внутренняя норма прибыли ( $IRR$ ), срок окупаемости проекта ( $T_{ок}$ ), суммарная стоимость приведенных доходов ( $PV$ ), текущая продленная стоимость предприятия ( $PV_{term_K}$ ). Такие показатели образуют систему ключевых показателей менеджмента. В настоящее время данная система является основой для реализации стратегических сценариев развития предприятия. Причем сценарии развития оцениваются с помощью методов оценки чувствительности факторов стоимости. Так, согласно известной стоимостной пентаграмме Мак-Кинси проводится последовательный анализ повышения рыночной стоимости предприятия. Например, при оценивании потенциальной стоимости за счет внутренних улучшений исследуются возможности повышения оборота на 1% с учетом прироста добавленной стоимости предприятия. Тем самым подтверждается вывод о целесообразности реализации тщательно спланированного и хорошо отлаженного бизнеса на основе стоимостных подходов. Применительно к схеме венчурного инвестирования можно сделать следующие утверждения. Если по мере завершения проекта стоимость предприятия увеличивается в несколько раз, то проект считается удачным. Более того, риски всех заинтересованных сторон оказываются оправданными, и все получают соответствующее вознаграждение. Например, рискован инвестор получает прибыль, продав принадлежащие ему доли капитала по цене, в несколько раз превышающей первоначальное вложение. Далее будут проанализированы проблемы, возникающие в ходе оценивания схемы венчурного инвестирования на основе рассмотренного механизма.

На основе произведенных оценок в перспективное транспортное предприятие следует вложить 1900000 лат. Потенциальными участниками нового проекта являются: банк, венчурные инвесторы и менеджеры предприятия. Условия финансирования приведены в табл. 1.

Таблица 1

### Схема финансирования всех участников проекта

Потенциальный инвестор	Сумма инвестирования, лат	Процент инвестирования, %	Срок инвестирования, лет	Возврат основной суммы в год, %	Требуемая доходность капитала, %
Банк	1000000	10*	10***	5	8
Венчурные капиталисты	600000	8**	10	-	15
Менеджеры	300000	-	10	-	17

\* - банковский процент кредитования выше обычного, т.к. учтены условия обеспечения и срок кредитования (10 лет).

\*\* - процент венчурных капиталистов в рассматриваемой схеме (8%) меньше их рыночной доходности (15%), поскольку при продаже предприятия им обещаны варранты в размере 35%.

\*\*\* - рассматривается пессимистический период кредитования.

Для оценки эффективности предложенной схемы требуется разработать предварительный план основной деятельности на десятилетний период. В данном плане необходимо определить денежные потоки, которые характеризует свободная от кредитных обязательств прибыль. Детализация плана приведена в табл.2.

Таблица 2

**План основной деятельности предприятия**

Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Рост дохода	0,09	0,09	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03
Объем продаж	824460	898662	979541	1008927	1039195	1070371	1102482	1135557	1169623	1204712
Расходы	351310	354407	358785	359071	358981	359975	359535	357644	357333	357333
Амортизационные расходы	35 186	38353	41805	43059	44351	45681	47052	48463	49917	51415
Валовый доход от основной деятельности	437964	505902	578951	606798	635863	664714	695896	729450	762373	795964
Налог от основной деятельности	109490	126475	144738	151699	158966	166179	173974	182362	190593	198991
<b>Доход после уплаты налогов</b>	<b>328473</b>	<b>379426</b>	<b>434213</b>	<b>455098</b>	<b>476897</b>	<b>498536</b>	<b>521922</b>	<b>547087</b>	<b>571780</b>	<b>596973</b>
Амортизационные отчисления	35186	38353	41805	43059	44351	45681	47052	48463	49917	51415
Доход от основной деятельности	363659	417780	476018	498157	521248	544217	568974	595551	621697	648388
Вложения в основные средства	35186	38353	41805	43059	44351	45681	47052	48463	49917	51415
Вложения в оборотные средства	7420	8088	29386	3026	3117	3211	3307	3406	3508	3614
<b>Свободная от кредитных обязательств прибыль</b>	<b>321053</b>	<b>371338</b>	<b>431275</b>	<b>452072</b>	<b>473780</b>	<b>495325</b>	<b>518614</b>	<b>543681</b>	<b>568271</b>	<b>593359</b>

Далее следует оценить интересы каждого участника венчурной сделки. В этой связи производится оценка выплат кредиторам и акционерам (см. табл. 3).

Таблица 3

**Схема возврата инвестиций**

Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Валовый доход от основной деятельности</b>	437964	505902	578951	606798	635863	664714	695896	729450	762373	795964
Проценты по банковскому кредиту	100000	95000	90000	85000	80000	75000	70000	65000	60000	55000
Проценты по кредиту рискованных капиталистов	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000
Налогооблагаемый доход	289964	362902	440951	473798	507863	541714	577896	616450	654373	692964
Налоги	72491	90725	110238	118449	126966	135429	144474	154112	163593	173241
Доход после уплаты налогов	217473	272176	330713	355348	380897	406286	433422	462337	490780	519723
Амортизационные отчисления	35186	38353	41805	43059	44351	45681	47052	48463	49917	51415
Валовый доход	252659	310530	372518	398407	425248	451967	480474	510801	540697	571138
Вложения в основные средства	35186	38353	41805	43059	44351	45681	47052	48463	49917	51415
Вложения в оборотные средства	7420	8088	2939	3027	3118	3211	3307	3407	3509	3614
Прибыль, из которой можно погашать основную сумму долгов	210053	264088	327775	352322	377780	403075	430114	458931	487271	516109

Продолжение табл. 3

Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Погашение задолженности перед банком	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000
<b>Выплаты менеджерам</b>	<b>160053</b>	<b>214088</b>	<b>277775</b>	<b>302322</b>	<b>327780</b>	<b>353075</b>	<b>380114</b>	<b>408931</b>	<b>437271</b>	<b>466109</b>
Сохраняющаяся задолженность перед банком	950000	900000	850000	800000	750000	700000	650000	600000	550000	500000
Сохраняющаяся задолженность перед рисковыми капиталистами	600000	600000	600000	600000	600000	600000	600000	600000	600000	600000
<b>Переходящая задолженность, всего</b>	<b>1550000</b>	<b>1500000</b>	<b>1450000</b>	<b>1400000</b>	<b>1350000</b>	<b>1300000</b>	<b>1250000</b>	<b>1200000</b>	<b>1150000</b>	<b>1100000</b>

Информация, приведенная в табл.2 и 3 позволяет оценить стоимости предприятия при изменяющейся структуре капитала. Необходимо заметить, что в качестве ставки дисконта рискованных капиталистов надо принять рыночную доходность венчурного капитала (15%).

В табл. 4–6 приведены схемы оценки основной деятельности и текущей суммарной величины экономии налоговых скидок по двум источникам кредитования.

Таблица 4

#### Схема дисконтирования денежных потоков по основной деятельности

Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Свободная от кредитных обязательств прибыль	321053	371338	431275	452072	473780	495325	518614	543681	568271	593359
Коэффициент дисконтирования	1,1700	1,3689	1,6016	1,8739	2,1924	2,5652	3,0012	3,5115	4,1084	4,8068
Дисконтируемый денежный поток	274404	271268	269275	241248	216096	193097	172800	154831	138319	123441

В результате суммарная величина дисконтированных денежных потоков по основной деятельности составит 2054779 латов. Данная величина характеризует текущую стоимость основной деятельности за десятилетний период времени.

Таблица 5

#### Схема дисконтирования денежных потоков, формируемых от налоговой экономии при использовании банковского кредита

Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Свободная от кредитных обязательств прибыль	25000	23750	22500	21250	20000	18750	17500	16250	15000	13750
Коэффициент дисконтирования	1,1000	1,2100	1,3310	1,4641	1,6105	1,7716	1,9487	2,1436	2,3579	2,5937
Дисконтируемый денежный поток	22727	19628	16905	14514	12418	10584	8980	7581	6361	5301



Суммарное значение дисконтированных денежных потоков, определяющих налоговую экономию из-за процентов по банковскому кредиту, составляет 125000 лат.

Таблица 6

**Схема дисконтирования денежных потоков, формируемых от налоговой экономии при использовании венчурного кредитования**

Год	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Свободная от кредитных обязательств прибыль	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000	12000
Коэффициент дисконтирования	1,1500	1,3225	1,5209	1,7490	2,0114	2,3131	2,6600	3,0590	3,5179	4,0456
Дисконтируемый денежный поток	10435	9074	7890	6861	5966	5188	4511	3923	3411	2966

В итоге суммарная величина дисконтированных денежных потоков, соответствующих налоговой экономии ввиду процентов по венчурному кредитованию, составляет 60255 латов.

Для расчета цены продажи предприятия необходимо определить скорректированную ставку дисконта  $d_{WACC}$ . Данный показатель рассчитывается в соответствии с формулой (4). Причем в расчете необходимо использовать ряд дополнительных показателей. В качестве средней ставки кредитования  $\bar{d}_D$  выбрана присущая рынку норма в размере 9% при фиксированном значении  $L$ , равном 45%. Ставка налога на прибыль соответствует 25%.

$$d_{WACC} = 0,17 - 0,25 \times 0,09 \times 0,45 \times \frac{(1 + 0,17)}{(1 + 0,09)} = 0,1591.$$

Далее на основании формулы (3) определено значение предполагаемой цены продажи предприятия за 10-ый год проекта:

$$FV_{term\_K} = \frac{593359 \times (1 + 0,003)}{(0,1591 - 0,03)} = 4732834 \text{ (латов)}.$$

Данное значение необходимо скорректировать на величину совокупной задолженности (1100000 латов) на момент продажи и привести полученное значение согласно второго слагаемого формулы (2) на момент начала финансирования:

$$PV_{term\_K} = \frac{4732834 - 1100000}{(1 + 0,17)^{10}} = 984606 \text{ (латов)}.$$

Суммарное значение транспортного предприятия при учете выполненного инвестирования на основании формулы (2) с учетом выражения (5) составит 3224611 латов. Тем самым завершена оценка стоимости выкупаемого предприятия, которая в текущих ценах равна 3,22 млн. латов. Если из этой величины вычесть 1,9 млн. латов первоначальной суммы кредитов и акционерного капитала, то будет определено значение чистой текущей стоимости. Данная прибыль составляет 1,32 млн. латов и может быть разделена между первоначальными инвесторами, к которым относятся и держатели варрантов.

На следующем этапе требуется оценить стоимостные показатели, на основании которых можно судить о доходности осуществленных капиталовложений. Для этого следует рассмотреть планы тех участников сделки, кто непосредственно осуществлял вложения в капитал выкупаемого транспортного предприятия. Сначала разрабатывается план, учитывающий внутреннюю доходность рискованных капиталистов. Разработка такого плана сводится к построению денежных потоков за период полного возврата предоставленного кредита. Далее эти потоки необходимо продисконтировать по ставкам, соответствующим рыночному уровню доходности на момент времени вложения средств в проект (см. табл. 7). В итоге данный процесс сводится к нахождению внутренней нормы доходности рискованного капитала ( $IRR_{VC}$ ).

Таблица 7

### Разработка денежных потоков плана венчурного кредитования

Год	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Вложение средств	-600000										
Оплата процентов		48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000
Оплата кредита											600000
Варранты											1271492
Совокупный денежный поток	-600000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	48000	1919492

Таким образом, в результате расчета  $IRR_{VC} = 17,32\%$ .

В табл. 8 показаны действия при разработке денежных потоков, на основании которых определена внутренняя норма доходности менеджеров ( $IRR_{MN}$ ).

Таблица 8

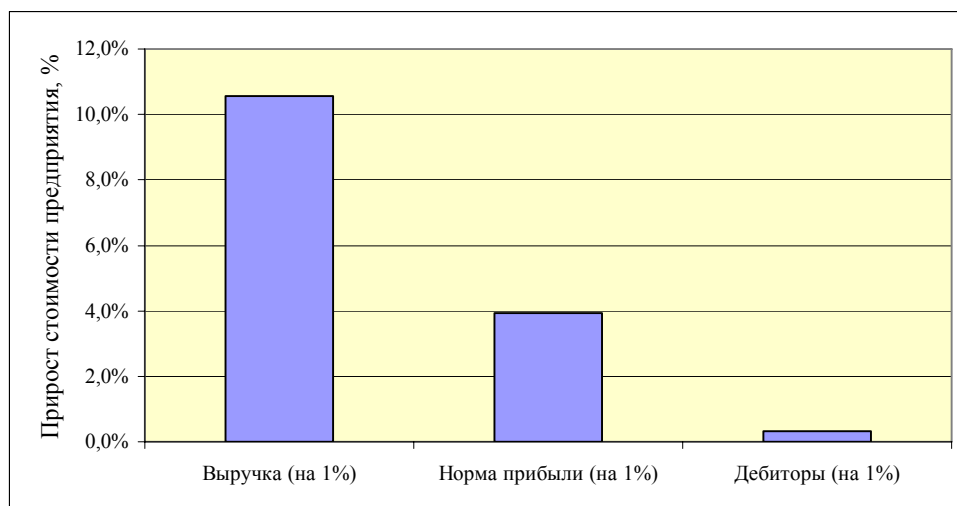
### Разработка денежных потоков плана менеджеров

Год	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Вложение средств	-300000										
Выплата менеджерам		160053	214088	277775	302322	327780	353075	380114	408931	437271	466109
Окончательная цена пакета от продажи предприятия											2361342
Совокупный денежный поток	-300000	160053	214088	277775	302322	327780	353075	380114	408931	437271	2827451

На основании проведенных расчетов найдено значение  $IRR_{MN}$ , равное 75,63%.

В результате исследования операций по выкупу предприятия в кредит оценены интересы всех участников сделки. В данном случае цена выкупа транспортного предприятия составляет 1,9 млн. латов, а цена вновь организованного частного предприятия в конце третьего года составит 4,73 млн. латов. При этом определено, что доходы выкупаемого предприятия и поступления от продажи его активов окажутся достаточными, чтобы погасить кредиты и выполнить условия их предоставления.

Дополнительно следует провести анализ стратегических возможностей развития транспортного предприятия. Для этого следует оценить прирост дополнительной стоимости при трех сценариях развития предприятия (повышении на 1% оборота, увеличении на 1% нормы прибыли и сокращении на 1% оборотного капитала). Выбор данных сценариев осуществлен на основе описанной выше пентаграммы Мак-Кинси. Результаты оценки приведены на рис. 1.



*Рис.1. Оценка возможных сценариев развития предприятия*

Как видно из рисунка, для предприятия наиболее эффективным является первый сценарий развития, связанный с повышением выручки.

Таким образом, механизм венчурного инвестирования позволяет не только правильно применять оценочные стоимостные схемы, учитывающие суть разработок и способы роста предприятия, но и корректно определить намерения и интересы всех участников, задействованных в конкретном предприятии.

Следует также заметить, что поиск и отбор перспективных транспортных предприятий является основной составляющей инвестирования. При этом необходимо учитывать главный критерий оценки венчурного инвестирования, связанный со способностью предприятия к быстрому развитию. Следует принимать во внимание тот факт, что финансовый риск инвестора можно оправдать только ростом стоимости предприятия. Поэтому целью новых совладельцев является вывод конкретного предприятия на гораздо более высокую рыночную стоимость, после чего осуществляется его продажа. Для выполнения такого условия требуется обеспечить радикальное улучшение качества корпоративного управления. В этой связи венчурные инвесторы не случайно выдвигают требования, связанные со сменой структуры управления и заменой ключевых фигур предприятия. Тем самым осуществляется функция контроля расходов, что, в свою очередь, помогает наладить финансовую дисциплину, разработать реальный бюджет, организовать учебу для работников и создать отлаженный коллектив менеджеров.