

УДК 33

**МЕТОДИКА РАЗРАБОТКИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА
ВЕНЧУРНЫМ ИНВЕСТОРОМ**

© 2008 г.

А.С. Кокин, А.В. Танохин

Нижегородский госуниверситет им. Н.И. Лобачевского

vestnik@unn.ru

Поступила в редакцию 17.06.2008

Представлена часть методики разработки инвестиционного проекта венчурным инвестором. Рассматриваются вопросы определения денежных потоков по инвестиционному проекту, определения стоимости капитала, размера пакета акций венчурного инвестора и момента выхода венчурного инвестора из бизнеса.

Ключевые слова: инвестиционный проект, венчурный инвестор, стоимость капитала.

Методика разработки инвестиционного проекта управляющей компанией венчурного фонда предусматривает:

1. Разработку плана реализации продукции и определение операционных доходов и денежных операционных расходов для каждого года реализации инвестиционного проекта.

2. Определение стоимости активов, необходимых в каждый год реализации проекта.

3. Определение операционных и инвестиционных денежных потоков по инвестиционному проекту с привязкой к конкретным моментам времени.

4. Определение стоимости капитала, инвестированного в бизнес.

5. Определение срока реализации инвестиционного проекта.

6. Определение окончательного плана операционного и инвестиционного денежного потока по проекту (включающего ликвидационную стоимость) с привязкой к конкретным моментам времени.

7. Оценку эффективности инвестиционного проекта для инвесторов по критерию NPV.

8. Определение размера пакета акций венчурного инвестора и суммы облигационного финансирования.

9. Определение момента выхода венчурного инвестора из проекта.

10. Разработку плана долгосрочного финансирования инвестиционного проекта.

Этапы 1–2 широко рассмотрены в экономической литературе. Этап 10 описан в работах [1, 2].

В данной статье в сжатом варианте излагаются с третьего по девятый этапы данной методики.

Этап 3. Операционный и инвестиционный денежные потоки, ожидаемые по инвестиционному проекту в конкретный момент времени, могут быть определены по формулам (1, 2, 3).

Денежный поток, ожидаемый по проекту в момент времени t , может быть определен по формуле (1):

$$CF_t = OCF_t - ICF_t. \quad (1)$$

OCF_t – операционный денежный поток, ожидаемый по инвестиционному проекту в момент времени t (в год t); ICF_t – инвестиционный денежный поток, ожидаемый по инвестиционному проекту в момент времени t .

Операционный денежный поток в году t может быть определен по формуле (2):

$$OCF_t = NOPAT_t + DA_t. \quad (2)$$

$NOPAT_t$ – чистая операционная прибыль за вычетом скорректированных налогов, ожидаемая по инвестиционному проекту в момент времени t ; DA_t – сумма амортизационных отчислений, ожидаемых по инвестиционному проекту в году t .

Инвестиционный денежный поток в году t может быть определен по формуле (3):

$$ICF_t = CA_t + \Delta NWC_t. \quad (3)$$

CA_t – капитальные вложения, планируемые в момент времени t ; ΔNWC_t – планируемый в момент времени t прирост чистого оборотного капитала.

В свою очередь, капитальные вложения в момент времени t можно определить по формуле (4):

$$CA_t = \Delta LTA_t + DA_t. \quad (4)$$

ΔLTA_t – планируемый прирост в момент времени t чистой стоимости долгосрочных активов; DA_t – сумма амортизационных отчислений, ожидаемых по инвестиционному проекту в году t .

Планируемый прирост чистой стоимости долгосрочных активов определяется по формуле (5):

$$\Delta LTA_t = LTA_t - LTA_{t-1}. \quad (5)$$

LTA_t , LTA_{t-1} – планируемая стоимость долгосрочных активов в момент времени t и в момент времени $t - 1$.

Плановый прирост чистого оборотного капитала может быть определен по формуле (6):

$$\Delta NWC_t = NWC_t - NWC_{t-1}. \quad (6)$$

NWC_t , NWC_{t-1} – планируемая величина чистого оборотного капитала в момент времени t и в момент времени $t - 1$.

Этап 4. При определении цены капитала для оценки эффективности венчурного проекта целесообразно использовать модель оценки финансовых активов (CAPM). В основе модели лежит предположение, что планируемый инвестором период владения инвестицией равен одному году. Таким образом, инвесторы требуют получения годовой доходности в определенном размере и не упускают из виду возможности реинвестирования своего дохода еще на один год под выгодную ставку процента.

Для расчета цены капитала на основе модели CAPM необходимо знать следующие параметры:

- 1) ожидаемую доходность рыночного портфеля;
- 2) безрисковую ставку дохода;
- 3) бета-коэффициент доходности инвестированного капитала (IRR) с рыночной доходностью.

За ожидаемую доходность рыночного портфеля условно можно принять прогнозную (ожидаемую) доходность индекса РТС, рассчитанную на основе разработанной модели прогнозирования доходности индекса РТС.

Безрисковой ставкой дохода можно считать доходность облигаций Банка России со сроком до погашения один год (разовый период владения инвестора).

Для определения бета-коэффициента предлагается использовать стандартное отклонение доходности инвестированного капитала, рассчитанного на основе многовариантных прогнозов денежного потока по инвестиционному проекту, стандартное отклонение доходности рыночного портфеля, определенное по нижеприведенному в работе алгоритму. Коэффициент линейной парной корреляции доходности рыночного портфеля и доходности инвестированного капитала предлагается определять методом экспертных оценок, т.к. применение статистических методов при относительной новизне любого бизнеса затруднительно, а подчас невозможно. Коэффициент линейной парной корреляции можно рассчитать по формуле (7):

$$\rho = \sum \rho_i / n. \quad (7)$$

ρ – прогнозируемый коэффициент линейной парной корреляции доходности инвестированного капитала с доходностью рыночного портфеля, ρ_i – прогнозная оценка коэффициента линейной парной корреляции, предложенная i -м экспертом, n – общее количество экспертов, высказавших самостоятельное прогнозное суждение о значении коэффициента линейной парной корреляции.

Стандартное отклонение доходности инвестированного капитала предлагается определять по формуле (8):

$$\sigma_{IRR} = ((IRR_n - IRR)^2 \cdot p_n + (IRR_0 - IRR)^2 \cdot p_0 + (IRR_p - IRR)^2 \cdot p_p)^{1/2}. \quad (8)$$

IRR_n , IRR_0 , IRR_p , IRR – пессимистическое, реалистическое, оптимистическое и ожидаемое значения внутренней нормы доходности инвестиционного проекта соответственно, p_n , p_0 , p_p – вероятности пессимистического, реалистического и оптимистического сценариев развития событий соответственно.

Используя значение коэффициента линейной парной корреляции, вычисленное по формуле (7), можно по формуле (9) получить прогнозное значение бета-коэффициента доходности инвестированного капитала с доходностью рыночного портфеля:

$$\beta = (\rho \cdot \sigma_{IRR} \cdot \sigma_m) / \sigma_m^2. \quad (9)$$

β – бета-коэффициент доходности инвестированного капитала с доходностью рыночного портфеля; ρ – прогнозируемый коэффициент линейной парной корреляции доходности инвестированного капитала с доходностью рыночного портфеля; σ_{IRR} – стандартное отклонение доходности инвестированного капитала; σ_m – стандартное отклонение доходности рыночного портфеля; σ_m^2 – дисперсия доходности рыночного портфеля.

Стоимость капитала предлагается определять в соответствии с моделью оценки финансовых активов (CAPM) по формуле (10):

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f). \quad (10)$$

r – общая стоимость капитала компании (ставка дисконтирования), процентов годовых; r_f – безрисковая ставка дохода; β – бета-коэффициент доходности инвестированного капитала с доходностью рыночного портфеля; r_m – ожидаемая доходность рыночного портфеля, процентов годовых.

Этап 5. Необходимо сначала разобраться с многогранным понятием «инвестиционный проект». В целях реализации того или иного инвестиционного проекта его инициаторам необходимо сформировать определенный набор иму-

щества, которое после реализации инвестиционного проекта может быть продано или полностью изношено и использовано. То есть, с одной стороны, инвестиционный проект можно рассматривать в каждый момент времени как набор (комплекс) имущества. Это имущество имеет свою стоимость. Стоимость инвестиционного проекта как имущественного комплекса назовем его ликвидационной стоимостью (той стоимостью, которую можно получить в любой момент времени в случае ликвидации инвестиционного проекта).

С другой стороны, можно рассматривать инвестиционный проект как бизнес – организованный труд наемных работников, связанный с эксплуатацией имущества, используемого в проекте, способный приносить доход инвесторам на вложенный капитал. Стоимость проекта как бизнеса, оцениваемую как текущую стоимость будущих ожидаемых инвесторами доходов от бизнеса, назовем стоимостью бизнеса.

Разность между стоимостью бизнеса и стоимостью имущества инвестиционного проекта в любой момент времени представляет собой его деловую репутацию (репутацию бизнеса). В нулевой момент времени она равна чистой текущей стоимости инвестиционного проекта (стоимость бизнеса в этот момент – это текущая стоимость денежных потоков, ожидаемых по проекту, а стоимость имущества – это величина первоначальных инвестиций по инвестиционному проекту). Положительная деловая репутация говорит о том, что бизнес является интересным для инвесторов и представляет большую для них ценность, нежели набор имущества, используемого в процессе ведения бизнеса. С точки зрения инвесторов, бизнес нужно осуществлять до тех пор, пока его деловая репутация неотрицательна. Иначе выгоднее продать инвестиционный проект (ликвидировать) как комплекс имущества (в случае когда деловая репутация имеет отрицательную стоимость).

Итак, главный вывод из данных рассуждений: прекращать реализацию инвестиционного проекта нужно тогда, когда деловая репутация становится меньше нуля. В этом случае ликвидационная стоимость инвестиционного проекта (стоимость имущества в проекте при его завершении) больше стоимости бизнеса.

Возможная ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в каждый год его реализации – это рыночная стоимость инвестиций (стоимость имущества) на каждый момент времени.

Продолжать реализацию инвестиционного проекта можно, если в рассматриваемый момент времени выполняется условие (11):

$$GW_t = PV(CF)_t - RV_t \geq 0 \quad (11)$$

или условие (12):

$$PV(CF)_t \geq RV_t, \quad (12)$$

где GW_t – деловая репутация инвестиционного проекта в момент времени t ; $PV(CF)_t$ – приведенная на момент времени t стоимость денежных потоков, ожидаемых по проекту, будущих к моменту времени t ; RV_t – возможная ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в случае его прекращения в момент времени t .

Если в конкретный момент времени выполняется обратное условие (13):

$$GW_t < 0, \quad (13)$$

или условие (14):

$$PV(CF)_t \leq RV_t, \quad (14)$$

то реализацию инвестиционного проекта целесообразно прекратить, распродав все имущество и взыскав долги, так как такие действия в данный момент времени принесут акционерам прибавку в стоимости большую, нежели дальнейшее ведение бизнеса.

Инвестиционный проект максимально ограничен по времени, как правило, жизненным циклом спроса на продукцию компании. Однако достижение проектом точки безубыточности по мере снижения спроса нельзя считать моментом окончания инвестиционного проекта, так как инвестиционный проект, даже генерируя операционную прибыль, может обещать инвесторам доходность меньшую, чем требуемая ими в последние годы срока реализации, или, иными словами, доходность инвестированного капитала будет меньше его цены. А значит, реализация инвестиционного проекта в эти последние годы нецелесообразна с точки зрения инвесторов.

Необходимо показать алгоритм определения ликвидационной стоимости инвестиционного проекта в конкретный момент времени. Ликвидационная стоимость в момент времени ноль равна объему первоначальных инвестиций по проекту и определяется по формуле (15):

$$RV_0 = I_0, \quad (15)$$

RV_0 – ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в момент времени 0; I_0 – объем первоначальных инвестиций в момент времени 0.

В момент времени 1 ликвидационная стоимость инвестиционного проекта может быть определена по формуле (16):

$$RV_1 = RV_0 + \Delta CA_1 + \Delta NWC_1, \quad (16)$$

RV_1 – ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в момент времени 1; RV_0 – ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в момент времени 0; ΔCA_1 – сумма изменения чистой стоимости основных активов в момент времени 1; ΔNWC_1 – изменение чистого оборотного капитала в момент времени 1.

В момент времени t ликвидационная стоимость инвестиционного проекта может быть определена по формуле (17):

$$RV_t = RV_{t-1} + \Delta CA_t + \Delta NWC_t, \quad (17)$$

RV_t – ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в момент времени t ; RV_{t-1} – ликвидационная стоимость инвестиционного проекта в момент времени $t - 1$; ΔCA_t – сумма изменения чистой стоимости основных активов в момент времени t ; ΔNWC_t – изменение чистого оборотного капитала в момент времени t .

Стоимость бизнеса в момент времени t может быть вычислена по формуле (18):

$$PV(CF)_t = \sum_{i=t+1}^n (CF_i / (1+r)^{i-t}), \quad (18)$$

где n – предварительный срок реализации инвестиционного проекта (срок жизненного цикла спроса на продукцию); CF_i – денежный поток, ожидаемый по инвестиционному проекту в момент времени i ; r – цена капитала компании в долях единицы.

Если представить компанию как организацию, функционирующую посредством реализации отдельных инвестиционных проектов, то справедливую стоимость компании в любой момент времени можно вычислить по формуле (19):

$$V_t = \sum_{i=1}^n \max \{RV_{ti}, PV(CF)_{ti}\}, \quad (19)$$

V_t – справедливая стоимость компании в момент времени t ; n – количество инвестиционных проектов, реализуемых компанией в момент времени t ; RV_{ti} – ликвидационная стоимость i -го инвестиционного проекта в момент времени t ; $PV(CF)_{ti}$ – стоимость бизнеса i -го инвестиционного проекта в момент времени t .

Можно отметить, что все предприятия на постсоветском пространстве имели огромную стоимость. Но складывалась она из ликвидационных стоимостей отдельных бизнес-проектов, намного превышавших текущую стоимость денежных потоков от их реализации (т.е. стоимость бизнеса). Причиной тому стала потеря рынков сбыта промышленными гигантами из-за огромных конкурентных преимуществ как импортных товаров, так и товаров небольших отечественных региональных производителей, появившихся в результате трансформации экономики. Частные компании, получившие данные предприятия в собственность, предпочитали ликвидировать с разной степенью информационной прозрачности такие бизнес-проекты, оставляя лишь немногие производства, которые обеспечивали большую стоимость бизнеса, нежели ликвидационную стоимость. В общем смысле, с их стороны это было разумным эконо-

мическим решением. Распад советской промышленности – это лишь результат воздействия на экономику новых правил экономической игры без ее предварительной подготовки в виде структурной перестройки.

Этап 6. Определение окончательного плана денежного потока по инвестиционному проекту означает построение графика денежного потока по инвестиционному проекту с учетом определенного момента ликвидации инвестиционного проекта, наиболее приемлемого с точки зрения акционеров.

Этап 7. Чистую текущую стоимость денежного потока по инвестиционному проекту необходимо определять с использованием стоимости капитала, определенной по формуле (10). Если $NPV > 0$, то проект эффективный и его стоит профинансировать.

Этап 8. Определение справедливого размера пакета акций венчурного инвестора возможно путем деления объема требуемых от венчурного инвестора инвестиций на текущую стоимость денежного потока, ожидаемого по инвестиционному проекту по формуле (20):

$$d = I_0 / PV(CF)_0, \quad (20)$$

d – справедливая доля венчурного инвестора в акционерном капитале; I_0 – объем требуемых от венчурного инвестора инвестиций; $PV(CF)_0$ – текущая стоимость денежных потоков, ожидаемых по инвестиционному проекту, вычисленная по формуле (18).

Суть заключается в том, что стоимость капитала, полученная в соответствии с вышеприведенной величиной, является справедливой в расчетном смысле, при условии, что финансовому рынку известна вся подробная информация о рассматриваемом проекте и рынок не сомневается в ее достоверности. Но такое возможно только на финансовом рынке сильной степени эффективности. Здесь же, очевидно, информация является внутренней, закрытой, известной только инициаторам проекта и венчурному инвестору, которые по сути являются инсайдерами. При предположении, что информация известна им в равной степени, то есть асимметрия информации между ними отсутствует, размер пакета акций, переходящего в руки венчурного инвестора, зависит во многом от его договоренности с инициаторами проекта. Как правило, венчурный инвестор требует доходность, превышающую общую расчетную стоимость капитала, увеличивая стоимость капитала на величину премии, устанавливаемой в результате переговоров. Требуемая венчурным

инвестором доходность рассчитывается по формуле (21):

$$r_v = r + pr, \quad (21)$$

r_v – доходность, требуемая венчурным инвестором; r – общая стоимость капитала, определенная по модели CAPM (10); pr – премия, требуемая венчурным инвестором, в процентах.

В результате венчурному инвестору должен отойти пакет акций, размер которого превышает размер справедливого пакета акций и вычисляется по формуле (22):

$$d_v = I_0 / (\sum CF_t / (1 + r_v)^t), \quad (22)$$

d_v – доля венчурного инвестора в акционерном капитале.

Для определения премии венчурным инвестором воспользуемся затратным подходом. Разность между обещанной проектом доходностью и стоимостью капитала является той маржой, которая должна покрывать постоянные операционные расходы управляющей компании и обеспечивать ее собственникам требуемую норму прибыли на инвестированный в посреднический бизнес акционерами управляющей компании капитал.

Смысл премии заключается в относительной плате акционеров – инициаторов проекта управляющей венчурным фондом компании за оказание услуг финансового посредничества, без которых инициаторы проекта не смогли бы получить необходимое им финансирование.

Валовой маржой управляющей компании является разность между инвестиционными доходами, полученными венчурным фондом, и инвестиционными доходами, выплаченными пайщикам фонда (разность обусловлена платой за управление, взимаемой управляющей компанией). Задача расчета премии сводится к нахождению такого процента валовой маржи, который обеспечивал бы собственникам управляющей компании требуемую ими доходность с учетом риска.

Для того чтобы доходность инвестиций была равна требуемой, необходимо, чтобы экономическая добавленная стоимость была равна нулю. То есть необходимо найти такой коэффициент k , при котором экономическая добавленная стоимость равна нулю.

Ожидаемый доход от инвестиций можно вычислить, умножив премию за венчурное инвестирование управляющей компании $r_v - r$ на сумму инвестиций в инвестиционный проект. Вычитая из этой суммы прогнозируемые операционные расходы управляющей компании, получаем ее операционную прибыль.

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= \text{NOPAT} - \text{WACC} \cdot \text{IC} = 0 \\ ((r_v - r)I_0 - \text{OE}) (1 - T) - \text{WACC} \cdot \text{IC} &= 0 \\ r_v - r &= \text{WACC} \cdot \text{IC} / ((1 - T)I_0) + \text{OE} / I_0, \quad (23) \end{aligned}$$

где $r_v - r$ – премия управляющей компании; WACC – стоимость капитала управляющей компании; IC – сумма инвестированного в управляющую компанию капитала; T – ставка налога на прибыль; I_0 – объем инвестированного управляющей компанией капитала в венчурные проекты; OE – прогнозируемые операционные (постоянные) издержки управляющей компании.

Пакет акций венчурного инвестора должен составлять 25–50% (контрольный пакет у инициатора проекта). При достижении долей венчурного инвестора 50%-го барьера финансирование необходимо осуществлять с использованием облигаций по остаточному принципу.

Этап 9. Определение момента выхода венчурного инвестора из проекта целесообразно, и он имеет для венчурного инвестора значение, поскольку в силу несоответствия требуемой инвестором доходности и доходности, требуемой организованным рынком, распределенные во времени денежные потоки предлагают венчурному акционеру различную текущую стоимость денежных потоков. Покажем это.

Минимальный момент выхода венчурного инвестора из бизнеса связан с планируемой возможностью размещения ценных бумаг финансируемой компании на организованном рынке ценных бумаг (дилерском или аукционном). Для определения возможной стоимости продажи пакета акций венчурным инвестором необходимо планировать справедливую стоимость бизнеса в каждый момент времени (год) срока реализации инвестиционного проекта ($PV(CF)_t$). Если предположить, что венчурный инвестор сможет продать акции на организованном рынке по их справедливой стоимости, то денежный поток венчурного инвестора с учетом его доли в акционерном капитале, включающий поток от продажи акций в момент времени t , можно представить по формуле (24):

$$CF_{Ot} = d_v (CF_t + PV(CF)_t), \quad (24)$$

CF_{Ot} – денежный поток венчурного инвестора в момент выхода из бизнеса t ; d_v – доля венчурного инвестора в акционерном капитале; CF_t – денежный поток, ожидаемый по проекту в момент времени t ; $PV(CF)_t$ – приведенная на момент времени t стоимость денежных потоков, ожидаемых по проекту, будущих к моменту времени t .

Таким образом, если момент выхода венчурного инвестора из бизнеса обозначить T , то текущую стоимость денежного потока венчурного инвестора в терминах требуемой им доходности можно определить по формуле (25):

$$\begin{aligned} PV(CF_v)_0 &= \sum_{t=1}^{T-1} d_v \cdot CF_t / (1 + r_v)^t + \\ &+ CF_{OT} / (1 + r_v)^T, \quad (25) \end{aligned}$$

$PV(CF_v)_0$ – текущая стоимость денежных потоков, ожидаемых по инвестиционному проекту венчурным инвестором; T – момент выхода венчурного инвестора из бизнеса; d_v – доля венчурного инвестора в акционерном капитале; CF_t – денежный поток, ожидаемый по проекту в момент времени t ; r_v – доходность, требуемая венчурным инвестором; CF_{OT} – денежный поток венчурного инвестора в момент выхода из бизнеса T , вычисленный по формуле (24).

Для определения момента выхода из бизнеса необходимо оценить возможности выхода в каждый момент периода реализации инвестиционного проекта и выбрать тот момент для выхода из бизнеса, который приносит венчурному инвестору максимальное значение текущей стоимости его денежного потока, вычисленной по формуле (25).

На самом деле, можно показать, что венчурному инвестору выгоден как можно более ранний выход из бизнеса. Такая ситуация имеет место всегда. Покажем это, воспользовавшись формулой для расчета стоимости бизнеса на основе простой модели, описанной Р. Брейли и С. Майерсом [1]:

$$V_0 = \text{ЕВИТ}_1 / r, \quad (26)$$

V_0 – текущая стоимость бизнеса; ЕВИТ_1 – ожидаемая в следующем году операционная прибыль бизнеса; r – средневзвешенная стоимость капитала компании.

Если предположить, что фирма реинвестирует всю прибыль с доходностью r , то стоимость бизнеса в момент времени 1 может быть рассчитана по формуле (27):

$$V_1 = \text{ЕВИТ}_2 / r = (V_0 + \text{ЕВИТ}_1)r / r(1+r) = (\text{ЕВИТ}_1 + \text{ЕВИТ}_1 \cdot r) / r = \text{ЕВИТ}_1 / r(1+r). \quad (27)$$

Если компанией владеет инвестор, имеющий большую требуемую норму доходности (r_v), чем r , то для него инвестиционная стоимость вложений в бизнес на один год в текущий момент времени (V_{v0}) будет равна (28):

$$V_{v0} = V_1 / (1+r_v) = \text{ЕВИТ}_1 / r(1+r)(1+r_v) = V_0(1+r) / (1+r_v). \quad (28)$$

Так как $r < r_v$, то отношение $(1+r)/(1+r_v) < 1$, а следовательно, $V_{v0} < V_0$. Точно так же стои-

мость инвестиций в бизнес на срок t вычисляется по формуле (29):

$$V_{v0t} = V_0((1+r)/(1+r_v))^t. \quad (29)$$

Следовательно,

$$V_{v0t} < V_{v0} < V_0. \quad (30)$$

Из неравенства (30) следует, что инвестору владеть таким бизнесом экономически невыгодно, акции нужно продавать как можно скорее, иначе с каждым годом владения инвестор будет терять стоимость.

Следовательно, идеальным вариантом в этом случае является приобретение акций компании, раскрытие информации о ней рынку и немедленная продажа по справедливой, по мнению рынка, стоимости. Однако на практике реализовать такую стратегию не удастся, так как, во-первых, нужно время, чтобы донести рынку информацию о компании, а во-вторых, рынок не воспринимает оптимистичных прогнозов, если они не подкреплены весомой историей финансовых показателей, на основе прошлых значений которых можно подтвердить рекламируемую компанией ее будущую благоприятную динамику развития.

Как показывает опыт зарубежных стран, для вывода компании на фондовый рынок с публичным предложением ее ценных бумаг по справедливой рыночной стоимости необходимо от трех до восьми лет. В среднем этот срок равен пяти годам.

Список литературы

1. Кокин А.С., Танюхин А.В. Определение денежных потоков по долгосрочному инвестиционному проекту // Вестник Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского. 2008. № 1. С. 155–159.
2. Кокин А.С., Танюхин А.В. Определение оптимальной структуры капитала, инвестируемого в бизнес, на основе кривой безразличия акционера // Вестник Нижегородского государственного университета им. Н.И. Лобачевского. 2008. № 2. С. 173–176.
3. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. 1120 с.

A TECHNIQUE FOR ELABORATING AN INVESTMENT PROJECT BY A VENTURES INVESTOR

A.S. Kokin, A.V. Tanyukhin

Some elements of the technique for elaborating an investment project by a ventures investor are shown. Such issues as determination of investment projects cash flows, costs of capital, ventures investor's share and the moment of the ventures investor going out of business are discussed.