

# Реальные опционы

- Любой инвестор имеет право задать сакраментальный вопрос: «Что я буду с этого иметь?». Для ответа на него инициатор предъявляет инвестору бизнес-план, в котором, так или иначе, обосновывается привлекательность проекта. Как правило, в этих целях используется *метод чистого приведенного дохода* (NPV — Net Present Value) и связанный с ним показатель *внутренней ставки доходности* (IRR — Internal Rate of Return), которые основаны на *дисконтировании денежных потоков* (DCF — Discounted Cash Flow).

- Будем считать, что потенциальный инвестор в состоянии оценить адекватность представленных в бизнес-плане данных, т.е. показатели посчитаны «по-честному, без обмана», с опорой на всю ту информацию, которую можно было получить на момент планирования. Тогда возможны три случая.

- Показатели представленного бизнес-плана заведомо не устраивают ни данного, ни любого другого потенциального инвестора, который в принципе мог бы оказаться на рынке. С такого рода проектами все ясно: они изначально отвергаются.

- Показатели представленного бизнес-плана заведомо устраивают как данного инвестора, так и многих других, которые присутствуют на рынке. С подобными проектами также все ясно: они, как правило, принимаются. Однако у таких проектов есть один большой недостаток: на конкурентном рынке их будет очень мало, а за теми, что есть, инвесторы выстроятся в очередь. Значит, у любого инвестора должны быть очень веские основания, чтобы рассчитывать на то, что такой очень привлекательный проект достанется именно ему, а не конкурентам.

- Наконец, третий случай — «пограничный», при котором имеется значительная вероятность как успеха, так и провала. Работать с такого рода проектами менее приятно, чем с заведомо привлекательными. Однако именно на них типичному инвестору придется в основном зарабатывать, поскольку заведомо привлекательных проектов он может вообще никогда не дожидаться, а для того, чтобы продвигаться вперед, стране нужен не просто успех каких-то отдельных проектов - ей необходим массовый успех тысяч предпринимателей.

- Для управления «пограничными» проектами нужен специальный управленческий инструментарий. В этом плане следует выделить *метод реальных опционов (Real Options)*, с середины 1990-х гг. привлекающий к себе внимание большого числа специалистов, в том числе тех, которые занимаются проблематикой управления инвестиционными проектами

- Прежде чем предметно говорить о реальных опционах, стоит сказать несколько слов о *финансовых опционах*. В сфере финансов типичный *кол-опцион* (call option) создает право, но не обязанность, на будущие финансовые инвестиции. Покупка опциона на 100 обыкновенных акций, например, дает покупателю право приобрести соответствующие акции по заранее определенной *цене исполнения* (strike price) в течение заданного периода времени.



- Если рыночная цена акции станет выше цены исполнения, дальнейшие инвестиции в акции (исполнение опциона) приведут к прибыли. В противоположном случае, если рыночная цена акций будет оставаться ниже цены исполнения, покупатель опциона примет решение не исполнять опцион, потеряв при этом свои первоначальные инвестиции в покупку опциона. Важнейшая характеристика всех опционов — это асимметрия возможных приобретений и потерь: если мы выигрываем, то выигрываем по-крупному, если теряем, то теряем заранее зафиксированную сумму.

- Термин «реальный опцион» был впервые использован для описания опционов, базовые активы которых имеют *нефинансовую* (т.е. «реальную») природу. По своей концепции реальные опционы очень похожи на финансовые, т.к. и те, и другие создают право, но не обязанность на дальнейшие действия по мере продвижения в будущее.

- Например, при инвестировании в новые технологии компания могла бы сделать сравнительно маленькую ставку на разработку технологии, которая затем, как ожидается, предоставит возможность для более существенных инвестиций и получения финансовой отдачи посредством коммерциализации, если усилия по разработке окажутся успешными.

- *Цена* опциона — это, как правило, затраты на разработку или приобретение технологии. *Исполнение* опциона — это решение о переходе к полномасштабной коммерциализации, а *цена исполнения* (exercise price) — это затраты на коммерциализацию.
- На практике реальные опционы значительно более сложны по своей структуре и исполнению в сравнении с финансовыми. Реальные опционы принимают различные формы и содержатся в большинстве решений об инвестициях, однако их распознавание требует ясного понимания и скрупулезного обращения.

- Некоторые реальные опционы могут и не возникать естественным образом. Их создают «искусственно» посредством систематических целенаправленных усилий по структуризации предстоящих инвестиционных решений. Необходимо также иметь в виду, что оценка реальных опционов может представлять значительные трудности из-за неопределенностей и уникальных характеристик реальных базовых активов. Наконец, реализация всей ценности реальных опционов обычно требует тщательного управления информационными потоками и последующими решениями.

- Подходы, основанные на DCF, предполагают статичный сценарий инвестиций с четко и заранее определенной последовательностью принятия решений и вытекающими из этого результатами. В методах DCF по большому счету не учитываются динамическая природа большинства решений и возможность руководителей проектов изменять будущие решения и тем самым влиять на их последствия, которые обладают значительной ценностью. Гибкость в ходе реализации проекта игнорируется и в значительной степени недооценивается.

- Подход реальных опционов признает не только то, что гибкость обладает ценностью, но и то, что эта ценность возрастает с ростом неопределенности. И в самом деле, *в условиях отсутствия неопределенности, опционы не создают никакой ценности вообще*, т.к. в дальнейшем у менеджмента нет никакой возможности использовать создаваемую опционами гибкость по своему усмотрению.

- Большинство применений методов DCF, с другой стороны, рассматривают возрастающую неопределенность как негативный фактор, который снижает оценку привлекательности проекта. Такая заведомо заниженная оценка следствие того, что, оценивая в высшей степени неопределенные инвестиции в технологии, менеджеры намеренно завышают ставки дисконтирования



- В подобных ситуациях применение методов на основе DCF не просто проявление управленческой близорукости. В результате использования этих методов в организациях возникают предрассудки против более долгосрочных инвестиций в новые технологии и окружающих их неопределенностей. Другими словами, стандартные методы DCF дают заведомо заниженную оценку привлекательности проектов, осуществляемых в условиях высоких уровней неопределенности.

# Условия повышения ценности применения метода реальных опционов в оценке инвестиций

- Асимметрия результатов при благоприятном и неблагоприятном ходе событий: чем выше разница между благоприятными и неблагоприятными результатами, тем выше ценность реального опциона.

# Условия повышения ценности применения метода реальных опционов в оценке инвестиций

- Значительная неопределенность будущих доходов и затрат: в общем случае, чем больше неопределенность, тем выше для менеджера ценность гибкости и возможности действовать по своему усмотрению.

# Условия повышения ценности применения метода реальных опционов в оценке инвестиций

- Первоначальные инвестиции невелики по сравнению с последующими (в расширение и коммерциализацию), что еще более повышает ценность гибкости для менеджеров.

# Условия повышения ценности применения метода реальных опционов в оценке инвестиций

- Инвестиции осуществляются в несколько этапов (т.е. в результате последовательности принятия решений), таким образом создается множественность вариантов действий (опционов) и, тем самым, повышается ценность опциона.

# Условия повышения ценности применения метода реальных опционов в оценке инвестиций

- Временные горизонты очень продолжительны, что может создать дополнительные благоприятные возможности по мере поступления информации относительно критически важных неопределенностей и принятия соответствующих решений. Это ведет к повышению ценности опциона.

- Смысл применения метода реальных опционов не стоит сводить к простой замене одного «плохого» метода, предлагающего заведомо неверные количественные оценки, другим «хорошим» методом, оценки которого более адекватны. За этой внешне простой заменой одних чисел другими нужно увидеть главное:

- реальные опционы не просто дают иную модель для получения количественных оценок принимаемых решений, они предлагают принципиально иной *процесс* структуризации и управления этими решениями. Применение этого альтернативного процесса структуризации решений само по себе представляет значительную ценность.



# Шаг 1. Принятие перспективы ОПЦИОНОВ

- Первый шаг в разработке реальных опционов и управлении ими заключается в том, чтобы увидеть их. Большинство бизнес-решений содержит опционы, которые часто игнорируются и недооцениваются, если решения структурируются на основе традиционного финансового анализа. Без фундаментального изменения склада мышления будущие благоприятные возможности вообще можно и не распознать как реальные опционы, а опционами, которые невидимы, невозможно управлять. Их нельзя оценить.

- Практически для всех инвестиционных решений важна будущая управленческая гибкость. По сути, модель реальных опционов отражает общий взгляд, говорящий, что все решения — опционные, все планы — опционы. Очень редко бывает так, что нефинансовые («реальные») инвестиции не предлагают менеджерам никаких возможностей действовать так, чтобы влиять на будущее развитие ситуации.

## Шаг 2. Создание и структуризация опционов

- Реальные опционы не представляют собой некую данность. Одни из них органически присущи конкретным инвестициям, другие же могут быть созданы посредством целенаправленного «встраивания» дополнительной гибкости в процесс принятия решений, что позволяет «искусственно» влиять на ценность реального опциона.

- Чтобы добиться этого, можно задаться рядом вопросов: «В какой момент времени (или на каком этапе реализации проекта) мы могли бы изменить временные параметры доходов, затрат и других показателей?», «Можем ли мы отсрочить или ускорить некоторые этапы проекта?», «Какие действия мы могли бы предпринять, чтобы результаты оказались лучшие, чем ожидалось?», «Каким образом мы могли бы смягчить худшие, чем ожидалось, результаты?».

# Шаг 3. Оценка опционов

- Как только опционы распознаны или созданы, их можно оценить. Однако даже на этом этапе оценку не следует рассматривать как одноразовый акт. По мере того как принимается каждое новое решение и промежуточные результаты становятся известными, ценность остающихся опционов будет изменяться. Это делает оценку опционов непрерывным процессом.

# Шаг 4. Исполнение реальных ОПЦИОНОВ

- То, что на бумаге кажется красивым, иногда приносит глубокие разочарования на стадии реализации. Реальные опционы фокусируются на будущей ценности, которая по определению не существует в тот момент, когда опцион оценивается.

- Она реализуется только посредством тщательного управления реальными опционами и их исполнения в какой-то момент времени. В отличие от финансовых опционов, информационные требования которых минимальны, исполнение реальных опционов нуждается в непрерывном мониторинге, обновлении информации и принятии своевременных решений.

- Реальные опционы и их ценность не есть нечто статичное. Изменение рынков, действий конкурентов, неожиданные результаты исследований, смена стратегических приоритетов и огромное число других внешних и внутренних изменений, как правило, влияют на последующие решения и изменяют ценность содержащихся в них опционов.



# Как опционные возможности могут рассматриваться следующие решения менеджеров проекта:

- отложить инвестиционные затраты на определенный срок до благоприятных событий;
- раскладывать инвестиционные затраты по годам (периодам);
- изменить масштаб проекта (как по инвестициям, так и по операционной деятельности);
- отказаться от дальнейшей реализации проекта;

# Как опционные возможности могут рассматриваться следующие решения менеджеров проекта:

- перепрофилировать активы на производство другой продукции, возможность иного использования производственных мощностей (переход с одного продукта на другой (изменение ассортимента), технологий), то есть реализация операционного опциона;

# Как опционные возможности могут рассматриваться следующие решения менеджеров проекта:

- войти в следующие проекты благодаря информации и опыту, полученным по исходному;
- создать возможности изменения источников финансирования (схем выплат по источникам финансирования, увеличение финансового рычага), то есть опционы по финансовым решениям.

# Виды реальных опционов

- опцион на выбор времени (на отсрочку инвестиционных затрат до изменения цен или других внешних условий, делающих проект более привлекательным);
- опцион на расширение проекта, если ход реализации оправдывает оптимистические ожидания или открываются новые возможности, не планируемые ранее (опцион «роста»);

# Виды реальных опционов

- опцион на прекращение проекта, если получаемые результаты не оправдывают ожиданий (опцион на выход);
- операционный опцион (замена оборудования, технологии, продукта, услуги). Другие опционные возможности могут быть описаны модификациями моделей, применяемых для этих групп.