

Иван Родионов  
Альбина Никконен

## Тема 3 Структурирование сделок с использованием венчурного капитала

Лекции 9–15



**РАВИ**

РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ  
ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ



**ТРЕНИНГ-ЦЕНТР**

ЦЕНТР ИННОВАЦИОННОГО  
МЕНЕДЖМЕНТА



**РОСНАНО**

ФОНД МИНУСТРУКТУРНЫХ  
И ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫХ ПРОГРАММ

## Разработка



Российская ассоциация  
венчурного инвестирования  
(РАВИ)



ЗАО «Центр инновационного менеджмента»  
(Базовый образовательный-центр РАВИ)

## Поддержка



Фонд инфраструктурных  
и образовательных программ  
РОСНАНО

# Оглавление

## Лекция 9.

Презентация компании	8
9.1. Что может заинтересовать венчурного инвестора?	9
9.2. Эффективный формат презентации	9
9.2.1. Компания	10
9.2.2. Контактное лицо	10
9.2.3. Тип бизнеса	11
9.2.4. Краткое описание компании	11
9.2.5. Продукт/услуга и конкуренция	11
9.2.6. Менеджмент	12
9.2.7. Требуемые инвестиции	12
9.2.8. Обеспечение	12
9.2.9. Использование инвестиций	13
9.2.10. Финансовые показатели	13
9.2.11. Финансовый план	13
9.2.12. Выход	14
9.3. Подготовка презентации	15
9.4. Рассылка презентации	15
9.5. Соглашение о конфиденциальности	16
9.6. Вознаграждение инвестиционному посреднику	16

## Лекция 10.

Запрос на инвестиции и предложения инвестору	17
10.1. Задача предложений	17
10.2. Использование инвестиционных посредников и консультантов	18
10.3. Основные требования	18
10.4. Правовые аспекты	19
10.5. Формат предложения	19
10.5.1. Резюме	20
10.5.2. Бизнес и его перспективы	20
10.5.3. Менеджмент	31
10.5.4. Потребности в финансировании	34
10.5.5. Риски (факторы риска)	40
10.5.6. Возврат на инвестиции и выход из инвестиции	42
10.5.7. Анализ деятельности и прогнозы	45
10.5.8. Финансовые отчеты	48
10.5.9. Финансовый план и прогнозы	48
10.5.10. Дополнительные материалы и приложения	49
10.6. Полнота предложений	49
10.6.1. Уникальность бизнеса и сделки	50
10.6.2. Менеджмент	50
10.6.3. Прогнозы доходности	51
10.6.4. Выход	52

10.7. Мастер-файл	52
10.8. Оформление	53
10.9. Рассылка	53
10.10.Первое «свидание» и начало переговоров	54
10.11.Синдикация	55
<b>Лекция 11.</b>	
<b>Вопросы инвестора</b>	56
11.1. Основные вопросы	56
11.1.1. Уникальность продукта	56
11.1.2. Менеджмент	57
11.1.3. Прогнозы и возврат на инвестиции	58
11.1.4. Выход	58
11.2. Вопросы по предложению	58
11.2.1. Резюме	58
11.2.2. Бизнес и его перспективы	59
11.2.3. Менеджмент	76
11.2.4. Потребности в финансировании	81
11.2.5. Риски	88
11.2.6. Возврат на инвестиции и выход из инвестиций	92
11.2.7. Анализ операций и прогнозы	94
11.2.8. Финансовые отчеты	96
11.2.9. Финансовый план и прогнозы	96

11.2.10. Дополнительные материалы и приложения	97
11.3. Первая встреча	98
11.3.1. Презентация компании и бизнеса	100
11.3.2. Кого любят и ищут венчурные инвесторы	101
11.3.3. Чего не следует говорить	105
11.3.4. Чего не следует делать	107
11.3.5. Техника переговоров	109

## Лекция 12.

### Встречи и переговоры по условиям сделки

12.1. Оценка компании венчурным инвестором	110
12.1.1. Инвестиции, сделанные предпринимателем и другими акционерами	110
12.1.2. Потенциал доходности	111
12.1.3. Риск потерь	112
12.1.4. Потребность в дополнительных средствах	113
12.1.5. Способ выхода из инвестиции	114
12.2. Оценка результатов переговоров	114

## Лекция 13.

### Формализация условий сделки

13.1. Задачи и интересы	116
13.2. Правовые структуры	117
13.3. Оценка стоимости	118

13.4. Влияние источника финансирования на планируемую доходность	119
13.5. Принятие рисков и их последствия	121
13.6. Возможные пути выхода из инвестиции	122
13.7. Этап развития компании и тип сделки	124
13.8. Этапы развития рынка капитала	126
13.9. Методы оценки	127
13.10. Оформление результатов договоренностей	128
13.11. Письмо-обязательство, Перечень условий, Инвестиционный меморандум	129
13.11.1. Основные параметры инвестиций	130
13.11.2. Обеспечение или ценная бумага	131
13.11.3. Условия инвестиции	131
13.11.4. Представления	132
13.11.5. Условия соглашения	133
13.11.6. Правовой статус Письма-обязательства, Перечня условий или Инвестиционного меморандума	133

## Лекция 14.

### Процедура тщательного изучения

14.1. Понятие «due diligence»	135
14.2. Состав процедуры тщательного изучения	137
14.2.1. Посещение офиса и/или производства	138
14.2.2. Изучение состояния бизнеса	139
14.2.3. Изучение рыночной ситуации	146

14.2.4. Исследование отрасли	147
14.2.5. Определение степени уникальности продукта	148
14.3. Проблемы	148
14.4. Фактор времени	149
14.5. Аспекты процедуры тщательного изучения	149
14.5.1. Предпосылки сделки	151
14.5.2. Товары или услуги	152
14.5.3. Влияние рынка, перспектив роста, конкуренции и т.д.	153
14.5.4. Технология, производство, риски устаревания, выбор между «сделать» или «купить»	155
14.5.5. Маркетинг и стратегия сбыта	157
14.5.6. Организация и менеджмент	159
14.5.7. Финансовая история и планируемые оборот, прибыль, поток наличности и финансирование	162
14.5.8. Соображения относительно собственности, структуры, долгосрочных контрактов, финансирования и выхода	164
14.5.9. Порядок проведения процедуры тщательного изучения	165
14.6. Основные выводы	175



## Лекция 15.

### Заккрытие сделки

176

15.1. Основные юридические документы, связанные со сделкой: Кредитный договор или Договор на куплю и продажу акций, Соглашение акционеров, Изменения к Уставу

176

15.2. Процедура подписания

177

## Лекция 9.

### Презентация компании

Презентация компании (summary presentation) – основной документ для привлечения инвестиций. Основная задача – продать идею венчурному инвестору, «подцепить его на крючок». Презентация призвана возбудить интерес венчурного фонда к компании и убедить его, что именно данная инвестиционная возможность является наиболее привлекательной, а также побудить его вступить в контакт с компанией.

Поэтому презентация должна рассматриваться и строиться как рекламный материал, ориентированный на продажу, с тщательно выверенным текстом и четко сформулированной бизнес-идеей, и ее миссия (message) – конкурировать за получение венчурного капитала с тысячами других презентаций. При этом надо стремиться избежать формирования у венчурного инвестора впечатления, что компания в первую очередь является продавцом, и лишь потом – предпринимателем, который добивается успеха (achiever).

Частая ошибка – использование формата инвестиционного меморандума или проспекта (prospectus), поскольку его задача иная: по требованию, например, Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) США (которую можно рассматривать в качестве «законодателя моды» в управлении фондовым рынком) это должен быть сухой текст, показывающий, где и почему деньги могут быть потеряны.

## 9.1. Что может заинтересовать венчурного инвестора?

В большинстве случаев венчурный инвестор заинтересован в выяснении следующих моментов:

- Уникальность предлагаемого решения (продукта) или ситуации на рынке, если используется традиционное решение.
- Наличие компетентного менеджмента с опытом работы, который мог бы реализовать новое решение в традиционной и понятной отрасли.
- Возможности получения значительной и даже большей, чем планируется, прибыли.
- Возможность для компании стать публичной или по-иному обеспечить выход для инвестора.

Все эти базовые идеи должны найти отражение в презентации.

## 9.2. Эффективный формат презентации

Эффективный формат презентации охватывает такие вопросы, как:

- Компания.
- Контактное лицо.
- Тип бизнеса.
- Краткое описание компании.
- Менеджмент.

- Продукт/услуга и конкуренция.
- Требуемые инвестиции.
- Обеспечение.
- Использование инвестиций.
- Финансовые показатели.
- Финансовый план.
- Выход.
- Если предполагается сложная структура финансирования, следует описать и ее.

### 9.2.1. Компания

Название компании и ее адрес, как ни смешно, часто забывают привести в презентации. Нельзя полагаться только на адрес на конверте – их часто выбрасывают до того, как презентация прочитана. Адрес не следует давать в конце письма. Если используется инвестиционный посредник – может быть условное название компании и адрес посредника.

### 9.2.2. Контактное лицо

Необходимо указать именно то контактное лицо, с которым можно вести переговоры по поводу инвестиции, а не топ-менеджера компании. Указывается номер телефона, в том числе мобильного, лица, ответственного за привлечение денег для финансирования данного проекта.

### 9.2.3. Тип бизнеса

Необходимо дать краткое описание – максимум одну-две строчки, 10–15 слов – отрасли и стадии развития бизнеса. Венчурный инвестор может не инвестировать в некоторые типы бизнеса, может не инвестировать в стадии стартап или реструктуризации бизнеса, и задача состоит в том, чтобы помочь ему идентифицировать бизнес и сразу же понять, стоит ли продолжать чтение презентации. Быстрый отрицательный ответ лучше задержки в получении ответа. Точная формулировка типа бизнеса всегда приветствуется венчурным инвестором, так как может использоваться во внутренних документах фонда, например, отчетах для инвесторов.

### 9.2.4. Краткое описание компании

Требуется представить краткую историю развития компании (company summary) вплоть до настоящего дня. Необходимо заинтересовать венчурного инвестора. Нужно подчеркнуть сильные стороны компании. Если описание компании превышает половину страницы – оно не считается кратким.

### 9.2.5. Продукт/услуга и конкуренция

Требуется краткое описание продукта или услуги. Если это уникальный продукт или услуга, необходимо объяснить, почему. Если нет – необходимо объяснить, чем продукт или услуга лучше тех, что уже предлагаются на рынке. Описание конкуренции должно быть кратким, но показывать рыночную нишу для данного продукта или услуги необходимо. Максимум объема описания – половина страницы.

## 9.2.6. Менеджмент

Это наиболее важная часть презентации, но она не должна быть излишне подробной. Чем лучше представлена характеристика опыта менеджеров в данном бизнесе и/или реализации нового решения – тем лучше презентация. Не следует описывать качества, лучше сосредоточиться на конкретных результатах менеджеров. Достаточно ограничиться двумя-тремя лицами и по каждому привести до двух строчек описания их опыта. Венчурному инвестору придется исследовать этот опыт, но презентация – не место перечисления заслуг.

## 9.2.7. Требуемые инвестиции

Необходимо точно указать, сколько требуется денег (ни в коем случае нельзя приводить интервал) и зачем именно. Нужно указать и требуемый тип источника финансирования (долг, акционерный капитал), имея в виду, что некоторые фонды вообще не вкладывают в акционерный капитал и используют конвертируемый субординированный долг в сочетании с опционами. Можно дать варианты типов источников и/или их сочетания, а также необходимо указать, что является для компании предпочтительным.

## 9.2.8. Обеспечение

Обеспечение (collateral) требуется только в случае привлечения долгового финансирования. Можно указать, что имеется ограниченное обеспечение или его не имеется вовсе. Чем больше у компании имеется обеспечения, тем больше может быть привлечено долгового финансирования и тем меньшую долю акционерного капитала придется отдавать инвестору.

### 9.2.9. Использование инвестиций

Приводится описание предполагаемого использования привлекаемых инвестиций. Не требуется излишней детальности (она будет необходима на более поздней стадии), но следует указать, будет ли это строительство, покупка оборудования, маркетинг и реклама и т.п. В случае возможности привлечения долга и использования финансового рычага, необходимо это указать. Не следует забывать, что при высоких темпах роста даже небольшие первоначальные инвестиции в капитал и привлеченный под них долг при реинвестировании прибыли компании за время пребывания в ней венчурного инвестора многократно вырастут, и необходимо объяснить использование всех средств, привлеченных в период до выхода. Надо избегать использования широких понятий, типа «оборотный капитал», «прочие расходы».

### 9.2.10. Финансовые показатели

Традиционно, этот раздел представляет собой сочетание отчета о прибылях и убытках (profit and loss statement, P&L) и баланса (balance sheet, BS). Например: данные о доходах (revenues), EBITDA (или сходный показатель операционной прибыли – OIBDA), чистая прибыль (net income), активы (assets), пассивы (liabilities), чистая стоимость (net worth), которые представлены в краткой табличной форме за несколько последних лет. Если компания новая – не используется.

### 9.2.11. Финансовый план

Несмотря на то что привлекательный срок выхода редко превышает три-четыре года, а прогноз на пять лет редко бывает обоснованным, многие венчурные инвесторы предпочитают как

минимум пятилетний план/прогноз для того, чтобы оценить перспективы развития компании после выхода из инвестиции, а следовательно, и уровень заинтересованности инвесторов следующего раунда. В нем приводится план с использованием тех же финансовых показателей, которые перечислены в предыдущем параграфе.

### 9.2.12. Выход

Выход из инвестиции – один из важнейших вопросов для венчурного инвестора, который предпочитает капитализировать накопленную в компании стоимость за достаточно ограниченный период времени (обычно за три-четыре года). Как правило, выход из инвестиции начинается на втором-третьем году после ее осуществления. Число вариантов выхода ограничено, их всего три:

1. Продажа контроля стратегическому покупателю (strategic sale).
1. Выкуп управляющими (МВО).
2. Первоначальное публичное предложение (IPO).

Каждый из вариантов выхода предполагает ответ на «трудные» вопросы:

- Почему стратегический инвестор купит компанию и заплатит столько, сколько необходимо, чтобы обеспечить среднюю доходность?
- Сможет ли менеджмент привлечь долговое финансирование для МВО?
- Достаточен ли размер компании для IPO и обеспечения ликвидности акций?



Если к предполагаемому моменту начала инвестирования еще нет ясности с возможностями выхода – инвестиции не будет.

### 9.3. Подготовка презентации

Как правило, презентация готовится еще до подготовки полного предложения и содержит только наиболее существенные моменты бизнес-плана компании. После подготовки предложения об инвестировании презентацию обычно приходится пересмотреть и скорректировать. Стоит дать почитать презентацию постороннему лицу, чтобы убедиться, что презентация:

- действительно говорит о великолепной возможности инвестирования венчурного капитала;
- предельно ясна, не содержит двусмысленностей и проста для понимания;
- может быть улучшена.

### 9.4. Рассылка презентации

Презентация имеет одну задачу – возбудить интерес венчурного инвестора к проекту и компании, поэтому она играет ту же роль, что и реклама. Презентацию лучше посылать совместно с детальными предложениями, иначе письмо с презентацией может быть воспринято как массовая рассылка рекламы, и в лучшем случае будет получен ответ: «Пришлите предложения». Получение запроса на предложения ничего не значит, и проект может быть отклонен. Поэтому лучше ориентироваться на рассылку полного пакета (презентация и предложения) ограниченному числу фондов.

## 9.5. Соглашение о конфиденциальности

Необходимость в заключении соглашения о конфиденциальности (non-disclosure agreement, NDA) возникает, когда реакция на презентацию положительна и пора начинать переговоры, задавать вопросы и отвечать на них.

Соглашение обычно касается защиты конфиденциальности бизнес-идеи и конкретных сведений о компании. Часто вопрос о заключении этого соглашения инициируется инвестиционным посредником, заинтересованным в собственной защите. Также часто можно встретиться с отказом венчурного инвестора заключить соглашение, с уверениями, что конфиденциальность не будет нарушена.

Венчурные инвесторы, как правило, не нарушают конфиденциальность, опасаясь судебного преследования и потери репутации. Принятие венчурным инвестором презентации к рассмотрению само по себе уже означает возникновение ответственности за конфиденциальность информации.

## 9.6. Вознаграждение инвестиционному посреднику

Часто инвестиционные посредники предлагают венчурному инвестору заплатить им вознаграждение при принятии проекта к финансированию. Практически всегда венчурные инвесторы отказываются, так как не должны платить за привлечение проектов. Иногда это вознаграждение может быть заплачено по просьбе компании из инвестируемых средств, но, скорее всего, такой подход не будет приветствоваться венчурным фондом.

## Лекция 10.

# Запрос на инвестиции и предложения инвестору

В отличие от бизнес-плана длиной в сотню страниц, содержащего такие разделы, как финансовый план, план маркетинга, требования к персоналу, анализ сильных и слабых сторон компании в отдельных сегментах, описание стратегии, долгосрочных целей и краткосрочных задач, бизнес-предложение проекта инвестору, как правило, короче и содержит меньше деталей. Однако, в отличие от бизнес-плана, оно включает в себя дополнительные разделы: характеристику доходности инвестиций в компанию и возможности выхода из инвестиций.

Предложения инвестору (или хотя бы презентация) – необходимая предпосылка для встречи с венчурным инвестором. Они должны дать возможность венчурному инвестору сформулировать обоснованный отказ или задать правильные вопросы. Если результатом рассмотрения предложений стало приглашение на встречу – инвестиции на 50% получены. При этом надо иметь в виду, что неподготовленные встречи являются, как правило, непродуктивными.

### 10.1. Задача предложений

Предложения должны «продать» предпринимателя и его идею. Если это не достигнуто, то задача не решена. Предложения должны привести к встрече с венчурным инвестором – это основной ожидаемый от них результат, который не должен быть потерян из-за технических ошибок, например, неправильного номера телефона или телефона, по которому никто не ответит. Венчурный инвестор редко пробует звонить больше, чем два-три раза.

## 10.2. Использование инвестиционных посредников и консультантов

Часто предложения готовят инвестиционные посредники (financial brokers, gatekeepers) или консультанты. Такого рода предложения часто называют «пакетом». Подготовка пакета стоит, как правило, недешево. Плата за подготовку взимается вперед, качество ее – низкое, это, скорее, имитация, чем настоящие предложения, так как посредник не может знать бизнес компании в деталях. Такой пакет, как правило, содержит «переупакованную» информацию, представленную компанией, и ориентирован на то, что проект отклонят и плохое качество информации не будет выявлено.

## 10.3. Основные требования

Основное, что требуется от предложений, – это искренность. Их основная задача – донести до венчурного инвестора идеи в понятной ему форме, сделать инвестицию в компанию для фонда максимально простой и легкой. Не следует экономить время и усилия при их составлении, так как в противном случае работа перекладывается на венчурного инвестора, а ему, как правило, есть из чего выбирать. Венчурные инвесторы верят, что если компания не в состоянии подготовить хорошие предложения, то, вероятно, есть проблемы с компетентностью менеджеров. Напротив, хорошо подготовленные предложения свидетельствуют об адекватности компании и ее менеджмента.

Бизнес-предложение длиной более 30 страниц (без прилагаемой финансовой отчетности) является слишком длинным, а более 50 страниц – неприемлемым.

## 10.4. Правовые аспекты

С правовой точки зрения компания должна представлять в предложениях исчерпывающую информацию (complete proposal). Если предложения неполны или не содержат существенной информации, то венчурный инвестор в случае неудачи с инвестицией может обратиться в суд за взысканием ущерба. Законы рынка ценных бумаг, базирующиеся на отношениях доверительного управления и фидуциарной ответственности, исходят из того, что предложения не должны содержать сфальсифицированной информации или информации, ведущей к неправильным решениям, а компания, представившая предложения в отношении продажи ценных бумаг, обязана раскрыть все существенные вопросы и значительные риски и оформить их в письменном виде. Если компания не сделала этого, венчурный инвестор может обратиться за возмещением ущерба к компании или даже начать судебное преследование ее менеджмента. Поэтому лучше начать с включения максимума информации и в ходе сокращения объема предложений исключать информацию в зависимости от уровня ее существенности.

## 10.5. Формат предложения

Основными разделами предложения должны быть следующие:

- Резюме.
- Бизнес и его перспективы.
- Менеджмент.
- Потребности в финансировании.
- Риски (факторы риска).
- Возврат на инвестицию и выход из инвестиции.

- Анализ деятельности и прогнозы.
- Финансовые отчеты.
- Финансовый план и прогнозы.
- Дополнительные материалы и приложения.

Этот формат – не догма, хотя и отвечает требованиям большинства компаний и инвесторов. Возможны как перегруппировка разделов, так и их сокращение.

### 10.5.1. Резюме

Как правило, это может быть уже рассмотренная в предыдущем разделе презентация, которая должна дать венчурному инвестору первое впечатление о предложениях, компании, проекте. Основное требование к резюме – оно должно быть полным и ясным.

### 10.5.2. Бизнес и его перспективы

Основное внимание следует уделить уникальности бизнеса компании и нескольким ключевым факторам успеха:

- Общее.
- Природа бизнеса.
- История бизнеса.
- Будущее бизнеса.
- Уникальность бизнеса.
- Продукт или услуга.
- Потребители или покупатели продукта или услуги.

- Отрасль или рынок.
- Конкуренция.
- Маркетинг и продажи.
- Производство.
- Производственный процесс.
- Труд (рабочие и служащие).
- Поставщики.
- Субконтракторы.
- Производственное оборудование.
- Производственные здания и сооружения.
- Патенты и торговые марки.
- НИР.
- Судебные процессы.
- Законодательство и государственное регулирование.
- Конфликт интересов.
- Портфель заказов (backlog).
- Страхование.
- Налогообложение.
- Корпоративная структура.
- Публикации о компании.

### 10.5.2.1. Общее

Следует начать с названия компании и адреса, а также контактных телефонов и указания лица, ответственного в компании за привлечение инвестиций.

### 10.5.2.2. Природа бизнеса

Требуется дать общую характеристику бизнеса, который ведет компания, а также общую характеристику продукта или услуг компании.

### 10.5.2.3. История бизнеса

Надо указать, когда и где была создана компания, где зарегистрирована, с производства какого продукта начала, перечислить основные этапы в жизни компании. Изложение должно быть кратким – не более одной-двух страниц (для сложных компаний). Детали можно раскрыть при встрече с венчурным инвестором.

### 10.5.2.4. Будущее бизнеса

Следует представить план развития компании в хронологическом порядке (минимум на пять лет), с указанием ключевых этапов (milestones) и конечной цели (target). Необходимо привести основные показатели, позволяющие измерить прогресс в достижение конечной цели с привязкой к этапам, альтернативные пути достижения цели и их анализ, а также возможные экстерналии. Перечислить основные мероприятия и шаги, которые обеспечивают выполнение плана/программы.



Этот раздел, в сочетании с предыдущим, даст венчурному инвестору представление о развитии компании в прошлом и перспективы на будущее.

#### 10.5.2.5. Уникальность бизнеса

Уникальность бизнеса – это основное, что может заинтересовать венчурного инвестора в компании. Уникальными могут быть продукт или услуга, команда менеджеров, технология, отрасль или рынок, структура финансирования и т.п. Что-то, отличающее данную компанию от остальных компаний или возможностей для инвестирования, позволяющее компании ставить вопрос о росте стоимости бизнеса, делает ее привлекательной для венчурного инвестора – венчурный инвестор не любит инвестировать «как все». Понимание уникальности компании поможет венчурному инвестору сформулировать сильные стороны компании и ключевые факторы ее успеха. Уникальность должна подчеркиваться и в других разделах, описывающих соответствующую сторону проекта.

#### 10.5.2.6. Продукт или услуга

Дается точное и исчерпывающее описание выпускаемого и/или планируемого к выпуску продукта или услуги компании. При наличии нескольких продуктов или услуг, их целесообразно описать в отдельных параграфах. Важными моментами являются цена продукта или услуги, механизмы ее формирования, факторы, влияющие на цену, тенденции на рынке и маржи (margins).

### 10.5.2.7. Потребители или покупатели продукта или услуги

Раскрытие этой темы даст венчурному инвестору понимание бизнеса компании и ее места на рынке. Детальное описание потребителей каждого продукта или услуги, с указанием того, зачем продукт или услуга используются и почему покупается продукт или услуга именно этой компании (цена или что-то еще). Указать, какие потребности покупателей удовлетворяются. Список основных (трех-пяти) потребителей или покупателей с указанием названия, контактной информации и объемов закупок в физических и денежных показателях, а также доли в общих продажах. Надо быть готовыми представить в дальнейшем полный список потребителей или покупателей.

### 10.5.2.8. Отрасль или рынок

Отрасль и рынок раскрываются посредством:

- описания рынка – объем в натуральных и денежных показателях, динамика, доля компании и ее динамика;
- описания цепочки создания стоимости (value chain) в определенной отрасли или подотрасли и места в ней компании;
- прогнозов развития рынка;
- выделения сегмента рынка, на котором работает компания, – объем в натуральных и денежных показателях, динамика, доля компании и ее динамика, прогноз развития сегмента.

### 10.5.2.9. Конкуренция

Необходимо назвать конкурирующие продукты или услуги, а также предоставляющие их компании; данные об объеме рынка в натуральных и денежных показателях, динамика; доля рынка конкурентов и ее динамика. Надо дать характеристику финансового состояния основных конкурентов и их бизнеса. Требуется точно сформулировать отличия продукта или услуги компании от аналогов или заменителей, предлагаемых конкурентами. Если конкуренции не существует, необходимо объяснить, почему (например, наличие у компании патента) и охарактеризовать перспективы конкуренции, с указанием потенциальных конкурентов и сроков выхода на рынок. Венчурные инвесторы, как правило, не верят в отсутствие конкуренции. Часто у компании нет достаточно полной информации о конкуренции, и венчурный инвестор, зная об этом, особенно любит задавать вопросы в этой области, чтобы убедиться, что уровень понимания конкуренции достаточно высок и адекватен.

### 10.5.2.10. Маркетинг и продажи

Требуется описание процессов маркетинга, каналов дистрибуции и организации продаж – того, что происходит с продуктом, когда он покидает предприятие перед тем, как попадет в руки конечного потребителя. Необходимо описать отношения с посредниками и дистрибуторами. Как правило, венчурные инвесторы не сильны в маркетинге и организации продаж. Продажи только одному покупателю (в особенности, если это государство) вызывают настороженность венчурных инвесторов.

#### 10.5.2.11. Производство

Ожидается описание всех основных стадий производственного процесса и всех факторов, оказывающих влияние на производство. Ключевой вопрос здесь – себестоимость и факторы, ее формирующие, а также возможность управления себестоимостью.

#### 10.5.2.12. Производственный процесс

Требуется перечисление характеристик производственного процесса (основные стадии, оборудование, сырье и материалы, компоненты и агрегаты – собственные и покупные, доля нового производства и сборки). Необходимо представить характеристики добавляемой стоимости (value added) и место компании в полной «цепочке создания стоимости», сочетание стандартных и уникальных операций, критичность поставок и наличия квалифицированных рабочих. Венчурный инвестор заинтересован в понимании сложности процесса и важнейших факторов, оказывающих на него воздействие.

#### 10.5.2.13. Труд (рабочие и служащие)

Необходимо привести количество работающих (с выделением рабочих, служащих и менеджеров) с распределением по основным стадиям производственного процесса, продажам и управлению. Раскрыть вопросы членства в профсоюзах; основные моменты генерального соглашения; систему мотивации рабочих, служащих, менеджеров; уровень вознаграждения, его динамику и прогноз. Венчурный инвестор хотел бы понять, насколько сложен процесс найма и увольнения. Если требуются высококвалифицированные и редкие на рынке работники, необходимо объяснить систему их найма и удержания.

#### 10.5.2.14. Поставщики

Приводится описание основных поставщиков сырья, материалов, компонентов и агрегатов и выделяются три-пять основных поставщиков с указанием того, что они поставляют, называются их доли в себестоимости в натуральных и денежных показателях. Дается описание отношений с поставщиками. Надо быть готовыми представить в дальнейшем полный список поставщиков.

#### 10.5.2.15. Субподрядчики

Дается описание трех-пяти основных субподрядчиков с указанием того, что они поставляют, и их долей в себестоимости в натуральных и денежных показателях; описание отношений с субподрядчиками. Надо быть готовыми представить полный список субподрядчиков в дальнейшем.

#### 10.5.2.16. Производственное оборудование

Характеризуется основное оборудование, используемое в производственном процессе, и оборудование, которое предполагается приобрести; называются условия его использования (обслуживание, ремонт). Дается общая характеристика восстановительной стоимости оборудования. Приводится производственная мощность имеющегося и приобретаемого оборудования и уровень ее использования, а также характеристики времени, требуемого для приобретения нового оборудования. Венчурный инвестор хотел бы понять трудности, связанные с использованием имеющегося оборудования и приобретением и освоением нового.

#### 10.5.2.17. Производственные здания и сооружения

Требуется описание недвижимости, которой владеет или которую арендует компания. Размеры и стоимость в расчете на единицу площади участка земли и зданий и сооружений. Условия владения (в том числе сервитуты) и аренды. Венчурный инвестор хотел бы понять перспективы роста компании и необходимость и возможности расширения или нового строительства, а также оценить возможности реализации недвижимости в случае ликвидации бизнеса.

#### 10.5.2.18. Патенты и торговые марки

Необходимо дать детальное описание патентов и торговых марок, которыми владеет или которыми пользуется компания, а также тех, которые она планирует получить или зарегистрировать. Перечислить условия использования чужих патентов и торговых марок. Венчурный инвестор в дальнейшем может запросить копии патентов и зарегистрированных торговых марок.

#### 10.5.2.19. НИР

Приводятся данные о затратах на НИР в прошлом, их результаты, планы на будущее и ожидаемые результаты. В случае запроса на финансирование НИР необходима детальная характеристика планируемых НИР с разбивкой их на этапы, указанием ожидаемых результатов и бюджета. Следует помнить, что венчурные инвесторы предпочитают инвестировать в предпринимательство, а не в НИР.

#### 10.5.2.20. Судебные процессы

Требуется описание всех судебных процессов, в которые вовлечена компания (выступая истцом или ответчиком), их перспектив, а также проигранных процессов и потенциально возможных процессов. Венчурные инвесторы предпочитают не инвестировать в компании, вовлеченные в многочисленные судебные процессы, справедливо полагая, что это признак того, что в компании что-то неблагополучно.

#### 10.5.2.21. Законодательство и государственное регулирование

Необходимо привести описание положений законодательства, препятствующих развитию бизнеса или регулирующих бизнес и отдельные его стороны, включая историю вопроса и перспективы развития регулирования. Описание государственных органов, осуществляющих регулирование, позволит понять взаимоотношения компании с государством. Необходимо отразить присущие бизнесу компании особенности регулирования вопросов охраны труда и здоровья, пожарной, электро- и других видов безопасности или указать, что таких особенностей не имеется. Венчурные инвесторы предпочитают не инвестировать в бизнес, излишне зарегулированный государством или находящийся под постоянным контролем и мониторингом. Если бизнес таков, потребуются дополнительные усилия по убеждению венчурного инвестора в том, что компания умеет решать вопросы с государством.

#### 10.5.2.22. Конфликт интересов

Необходимо описать все существующие и потенциальные конфликты интересов и аффилированность как собственников,

так и топ-менеджеров с конкурентами, поставщиками и покупателями компании. Если конфликт интересов не будет описан, а венчурный инвестор его обнаружит, то потеря доверия неизбежна.

#### 10.5.2.23. Портфель заказов

Описывается портфель заказов на продукты и услуги компании, а также его перспективы с указанием видов, объемов и основных заказчиков. Для трех-пяти ведущих потребителей или клиентов следует назвать их портфель заказов. В дальнейшем в ходе переговоров с венчурным инвестором может потребоваться описание полного портфеля заказов.

#### 10.5.2.24. Страхование

Описываются все страховые полисы, которые имеет или планирует приобрести компания, включая страхование от пожара, увечий, стихийных бедствий, страхование ответственности за продукты или услуги, страхование жизни, пенсионное и т.п., которые критичны для работы компании. Такие виды страхования, как медицинское страхование служащих, страхование их гражданской ответственности и т.п. описывать не следует.

#### 10.5.2.25. Налоги

Описываются налоги, которые платит компания или будет платить при развитии бизнеса.

#### 10.5.2.26. Корпоративная структура

Описывается правовая форма, в которой существует компания, и перспективы ее изменения, приводится история изменений



правовой формы компании. Описываются дочерние и аффилированные (через собственников и топ-менеджеров) компании, оншорные и оффшорные, а также другие акционеры дочерних компаний (если имеются). Корпоративная структура приводится в графической форме.

#### 10.5.2.27. Публикации о компании

Дается список важнейших публикаций о компании, а также приводится список важнейших специальных отраслевых периодических изданий и баз данных. Копии публикаций могут быть представлены в приложении.

### 10.5.3. Менеджмент

Как правило, количество ключевых менеджеров не превышает трех в небольшой компании и шести в большой. В отношении менеджмента представляют интерес следующие моменты:

- Директора и руководители.
- Ключевые работники.
- Порядочность и честность.
- Система поощрений.
- Опционы на акции.
- План опционов на акции.
- Основные акционеры.
- Трудовые соглашения.
- Конфликт интересов.
- Консультанты, аудиторы, юристы, банки и др.

### 10.5.3.1. Директора и руководители

Необходимо привести перечень всех директоров и руководителей с указанием Ф.И.О., занимаемой должности и возраста.

### 10.5.3.2. Ключевые работники

Необходимо детально охарактеризовать в форме резюме трех-четырех работников, которые являются ключевыми для компании. Требуется показать, что деятельность этих людей является результативной, так как, чем существеннее достижения этих людей, тем в большей мере венчурный инвестор будет мотивирован профинансировать данную компанию.

### 10.5.3.3. Порядочность и честность

Хотя порядочность и честность трудно выразить на бумаге, необходимо попытаться это сделать. Можно продемонстрировать, что ни один член команды менеджеров или собственник никогда не был арестован, осужден или оштрафован за существенное преступление, никто из них не был объявлен банкротом и не был никогда связан с обанкротившимся бизнесом. Можно представить и персональные кредитные истории ключевых менеджеров. Необходимо дать понять венчурному инвестору, что команда менеджеров полностью прозрачна и чиста.

### 10.5.3.4. Система поощрений

В данном разделе приводятся сведения о вознаграждениях, получаемых директорами и руководителями и планируемых на будущее, по следующей форме: Ф.И.О., должность, вознаграждение. Под вознаграждением понимаются все виды мотивации руководителей в материальной форме, включая зарплату,

премии, специальные премии, комиссии, бонусы, опционы и т.п. Описывается система мотивации менеджмента, история ее развития и планируемые изменения.

#### 10.5.3.5. Опционы на акции

Приводятся все опционы на акции компании, выпущенные к настоящему времени, с указанием Ф.И.О., количества опционов, цены опциона, данных об исполнении опционов и ценах их исполнения.

#### 10.5.3.6. План опционов на акции

Описывается план опционов на акции и перспективы по его изменению; основные показатели оценки деятельности компании, на которых базируется распределение опционов; различные формы опционов, в том числе права акционера на рост стоимости доли в капитале предприятия (share appreciation rights – SAR); ход реализации плана.

#### 10.5.3.7. Основные акционеры

Приводятся данные обо всех акционерах компании (индивидуальных и корпоративных), количестве и типах акций, которыми они владеют, о цене покупки, о распределении и перераспределении долей в компании перед данным раундом финансирования и после него.

#### 10.5.3.8. Трудовые соглашения

Описывается система трудовых соглашений и контрактов с высшими менеджерами, руководителями и работниками компании. Объясняется необходимость заключения трудовых соглашений. Венчурные инвесторы не приветствуют наличие

трудовых соглашений, так как последние, как правило, предусматривают защиту от увольнения и высокие компенсации в случае увольнения.

#### 10.5.3.9. Конфликт интересов

Повторное обращение к этому вопросу необходимо, чтобы подтвердить, что все существующие и потенциальные конфликты интересов должным образом урегулированы или исключены. Описывается история выполненных и планируемых «делок с заинтересованностью» и дается объяснение их необходимости.

#### 10.5.3.10. Консультанты, аудиторы, юристы, банки и др.

Приводятся имена лиц и/или названия компаний – консультантов, аудиторов, юристов, банков и др. с указанием контактной информации. Описываются соглашения с консультантами, аудиторами, юристами, банкирами и любые отклонения от общепринятого порядка оплаты их услуг.

### 10.5.4. Потребности в финансировании

Описываются предполагаемые виды и типы финансирования, требуемые компании в данном раунде финансирования:

- Предложения по финансированию.
- Структура капитала.
- Обеспечение финансирования.
- Гарантии.
- Условия.
- Отчетность.

- Использование инвестиций.
- Доля инвестора.
- Стоимость компании и размывание акционерного капитала.
- Вознаграждения, связанные с инвестициями.
- Участие инвестора в деятельности компании.

#### 10.5.4.1. Предложения по финансированию

Описывается предполагаемая структура финансирования (соотношение заемного и акционерного капитала), требуемые виды и типы финансирования (долг, опционы, привилегированные и обыкновенные акции), которое предполагается получить от венчурного инвестора. По каждому из предполагаемых видов и типов финансирования приводятся условия привлечения:

- Долговое финансирование
  - объем, срок привлечения, периодичность погашения;
  - проценты, вид процентов (фиксированный, плавающий в зависимости от ставки LIBOR или этапа проекта);
  - льготный период до начала погашения основного долга;
  - возможности конверсии долга.
- Опционы
  - цена покупки и исполнения опциона, сроки и условия в зависимости от того, получает ли венчурный

инвестор привилегированные или обыкновенные акции, количество получаемых акций каждого вида.

- Финансирование в форме вложения в акционерный капитал:

А. Привилегированные акции

- дивиденды (размер, кумулятивность);
- условия обратного выкупа (redemption) (сроки, цена);
- возможности конверсии в обыкновенные акции (условия, цена, сроки);
- ограничения (restriction), право голоса;
- другие преференции.

Б. Обыкновенные акции

- дивиденды (объем, сроки, условия выплаты, кумулятивность);
- условия обратного выкупа (redemption);
- права на участие в управлении компанией;
- права на регистрацию (registration rights) по сравнению с другими акционерами;
- ограничения (restrictions).

#### 10.5.4.2. Структура капитала

Приводятся данные о структуре капитала – распределение на обыкновенные и привилегированные акции, опционы и долг до и после раунда привлекаемого финансирования.

### 10.5.4.3. Обеспечение финансирования

Подготавливается только в том случае, если используется субординированный долг (subordinated debt). Приводятся старший долг (senior debt) и все виды субординированного долга.

### 10.5.4.4. Гарантии

Приводятся данные о личных и корпоративных гарантиях, предоставляемых венчурному инвестору. В случае использования личных гарантий или гарантий со стороны других компаний придется приводить финансовое заключение по каждому гаранту.

### 10.5.4.5. Условия

Описываются все условия, связанные с привлечением финансирования, в том числе:

- Участие венчурного инвестора в управлении, подборе высшего менеджмента.
- Ограничения, которые будут наложены на компанию в выпуске нового акционерного капитала и долга, на сделки слияний и поглощений (M&A), продажу акций акционерами, право присоединения к продаже (tag-along rights), право одновременной продажи акций (drag-along rights) и передачу контроля.
- Изменение стратегии выхода в зависимости от времени и показателей работы компании, например, право венчурного инвестора на продажу компании стратегическому инвестору в случае задержки IPO.

- Необходимость соблюдения компанией определенных финансовых коэффициентов.
- Показатели, которым компания должна удовлетворять при достижении определенных этапов развития.

#### 10.5.4.6. Отчетность

Описывается отчетность о деятельности компании, которая будет представляться венчурному инвестору (финансовая и оперативная). Предусматривается переход с определенного срока на аудит по международным стандартам.

#### 10.5.4.7. Использование инвестиций

Приводится детальный график использования получаемых инвестиций с указанием видов расходов и сроков. Необходимо избегать использования широких понятий типа «оборотный капитал», «прочие расходы», их необходимо детализировать (например, увеличение запасов, увеличение счетов к получению и т.п.).

#### 10.5.4.8. Доля инвестора

Приводится распределение акций и долей в компании между «старыми» акционерами и венчурным фондом в результате инвестиций.

#### 10.5.4.9. Стоимость компании и размывание акционерного капитала

Описывается цена доли инвестора и акций в сравнении с ценой, уплаченной другими акционерами. Называются основные этапы



развития компании, связанные с достижением определенных показателей и раундами финансирования или привлечением новых акционеров и изменением стоимости компании от этапа к этапу (используя как минимум три основных подхода или более сложные методики).

#### 10.5.4.10. Вознаграждения, связанные с инвестициями

Описываются все виды вознаграждений, уплачиваемых посредникам в связи с привлечением инвестиций; вознаграждение юристам и его распределение между компанией и инвестором. Следует иметь в виду, что большинство венчурных инвесторов предполагают, что все виды требуемых вознаграждений оплачиваются компанией. В крайнем случае, речь может идти о том, что часть вознаграждений оплачивается из привлекаемых компанией инвестиций.

#### 10.5.4.11. Участие инвестора в деятельности компании

Как правило, венчурный инвестор будет настаивать на своем присутствии на заседаниях совета директоров или на участии в нем в качестве директора. Привлечение венчурного инвестора к работе по руководству компанией, как правило, происходит в интересах самой компании, благодаря приносимой им экспертизе в тех областях, где компания обычно ее не имеет. Описывается, каким компания видит участие венчурного инвестора в работе компании – непосредственное или через привлечение внешних специалистов и экспертов, оплачиваемых венчурным инвестором, компанией или на долевого основе. Предложения данного раздела станут предметом переговоров с венчурным инвестором.

## 10.5.5. Риски (факторы риска)

В этом разделе описываются все виды рисков, которым венчурный инвестор будет подвергаться в связи с инвестициями в компанию. Позитивные комментарии следует группировать в конце каждого раздела, описывающего риск, а не разбрасывать по тексту. Невключение риска в анализ может в дальнейшем привести к судебному разбирательству, инициированному венчурным инвестором.

В целом можно выделить следующие категории рисков:

- Ограниченная история операций.
- Ограниченность ресурсов.
- Недостаточный опыт менеджмента.
- Неопределенность рынка.
- Неопределенность производственного проекта.
- Ликвидация бизнеса.
- Зависимость от ключевых менеджеров.
- Потенциальные проблемы.
- Прочее.

### 10.5.5.1. Ограниченная история операций

Данный риск актуален в том случае, если компания является вновь созданной или существует на рынке недавно; он может быть снижен благодаря наличию у менеджмента опыта ведения аналогичного бизнеса.

#### 10.5.5.2. Ограниченность ресурсов

Компания может оказаться в ситуации дефицита ресурсов, если что-то пойдет не так, как запланировано. Это потенциальный риск, которого можно избежать, если доступен дополнительный заем со стороны финансовых институтов или акционеров.

#### 10.5.5.3. Недостаточный опыт менеджмента

Это актуально в случае использования молодых менеджеров или менеджеров с ограниченным отраслевым опытом. Команда управляющих должна быть сбалансированной, и по крайней мере часть ее должна обладать всем необходимым опытом.

#### 10.5.5.4. Неопределенность рынка

Фактор, всегда требующий анализа, так как от него зависит объем продаж компании. Необходимо рассмотреть возможности диверсификации и выхода на другие сегменты рынка.

#### 10.5.5.5. Неопределенность производственного проекта

Этот фактор риска связан с тем, что продукт ранее мог не производиться в условиях массового производства. В такой ситуации анализируется производство сходных видов продуктов.

#### 10.5.5.6. Ликвидация бизнеса

Анализируются возможности ликвидации имущества компании в случае попадания в условия банкротства или неудачи проекта, а также возможный возврат на вложения в случае продажи имущества через аукционные торги.

#### 10.5.5.7. Зависимость бизнеса от ключевых менеджеров

Анализируется зависимость успеха операций компании и возможный ущерб в случае потери ключевых менеджеров (увольнение, болезни, смерть). Описываются основные антикризисные мероприятия, которые будут предприняты в случае потери ключевых менеджеров. Иногда пишется корпоративное завещание, в котором излагается этот антикризисный план. Любимый вопрос венчурного инвестора: «Что произойдет, если завтра вы попадете под грузовик?».

#### 10.5.5.8. Потенциальные проблемы

Лучше всего писать этот раздел исходя из того, что это ваша собственная инвестиция. Любимый вопрос венчурного инвестора: «Что может пойти не так?», и на него надо дать ответ и комментарии по поводу того, что можно сделать, чтобы исправить ситуацию. Это лучшее место в предложениях, где можно проявить свои аналитические способности.

#### 10.5.5.9. Прочее

Все неприятное, что возможно ожидать для компании – в самой компании, на товарном, фондовом и мировом рынках, в экономике, в законодательстве и правилах госрегулирования и т.п., не рассмотренное в других разделах.

### 10.5.6. Возврат на инвестиции и выход из инвестиции

Здесь рассматривается, как инвестор получит обратно свои деньги с доходом, который будет выглядеть для него привлекательным; при этом инвестор заинтересован только в наличных и

ни в чем ином. Для инвестора здесь являются важными показатели возврата на инвестиции (IRR, ROI). Необходимо провести анализ стоимости сопоставимых публичных и непубличных (в случае наличия сделок типа M&A или прямых инвестиций) компаний той же или смежных отраслей в зависимости от основных показателей. Необходимо рассчитать показатели возврата на инвестиции по срокам и провести анализ чувствительности этих показателей в зависимости от основных финансовых показателей компании.

Имеется всего три основных пути для выхода инвестора из компании и инвестиции:

- Предложение акций на публичном рынке (IPO).
- Продажа стратегическому инвестору.
- Выкуп.

Инвестору это известно, и он хочет рассуждений на тему о том, почему данная компания может оказаться привлекательной для стратегического инвестора или публичного рынка и почему через относительно короткий срок они будут заинтересованы и готовы оценить компанию в несколько раз выше, чем на момент привлечения инвестиций.

#### 10.5.6.1. Первоначальное предложение акций на публичном рынке (IPO)

В разделе анализируются возможности IPO данной компании на примере других компаний той же или смежных отраслей и аналогичного размера. Анализируются цены IPO, динамика цен акций и их ликвидность, финансовые коэффициенты (multiples) – отношения цены акций к основным показателям работы компаний: EV/Sales, EV/EBITDA, EV/NI (EV – enterprise value,

показатель стоимости предприятия; NI – net income, чистый доход; Sales – продажи). Приводятся прогнозы получения возврата (ROI, IRR) на инвестиции через IPO в зависимости от сроков и основных финансовых показателей компании.

#### 10.5.6.2. Продажа стратегическому инвестору

В разделе анализируются возможности продажи компании стратегическому инвестору на примере сделок M&A с другими компаниями из той же или смежных отраслей и аналогичного размера. При продаже контроля над компанией стратегическому инвестору (стратегический инвестор покупает только контрольный пакет, так как в противном случае он не может консолидировать показатели компании в полной мере в свою финансовую отчетность) акции инвестора могут быть проданы. Продажа стратегическому инвестору предполагает, что другие акционеры также продают часть или все свои акции, причем венчурный инвестор, как правило, имеет приоритет. Необходимо представить результаты анализа цены сделок M&A, размер приобретаемых пакетов, финансовые коэффициенты (отношения цены акций к основным показателям работы компаний: EV/Sales, EV/EBITDA, EV/NI). Требуется описание основных потенциальных стратегических инвесторов и причин, по которым они могут быть заинтересованы в получении контроля над компанией по цене, которая обеспечит достойный возврат. Необходимо рассмотреть прогнозы уровня возврата (ROI, IRR) на инвестиции на случай продажи стратегическому инвестору, а также возможности этого инвестора по мобилизации средств для покупки компании без существенного ущерба для ведения собственного бизнеса.

### 10.5.6.3. Выкуп

Возможно предложить венчурному инвестору право на требование обратного выкупа (buyback, buyout) его акций по фиксированной цене в определенный момент времени – опцион «пут» (put option). В этом случае целесообразно предусмотреть и возможность предоставления ему права на покупку акций – опцион «колл» (call option). Возможно также предложить опцион пут для менеджмента, который выкупит доли венчурного инвестора и некоторых старых акционеров. Надо привести прогнозы уровня возврата (ROI, IRR) на инвестиции в этом случае.

## 10.5.7. Анализ деятельности и прогнозы

Анализируется прошлое и настоящее операций компании, а также даются прогнозы ее развития. В материал этого раздела входит следующее:

- Основные показатели.
- Анализ коэффициентов.
- Основные предположения при планировании.
- Финансовое состояние.
- Существенные обязательства.

### 10.5.7.1. Основные показатели

В этом подразделе осуществляется общая оценка работы компании с точки зрения динамики доходов и расходов на основе финансовой отчетности за три-пять лет и даются прогнозные оценки на такой же период. Используется традицион-

ный подход к финансовому анализу, но на основе сочетания анализа отчета о прибылях и убытках (P&L), баланса (BS) и отчета о движении наличности (cash flow statement, CFS). В целях общей оценки работы компании изучается динамика следующих показателей:

- Доходы (revenues).
- Затраты (costs of sales).
- Операционные расходы (operating expenses).
- Проценты.
- Налоги.
- EBITDA/IBITDA.
- Чистая прибыль (net income).
- Текущие активы (current assets).
- Машины и оборудование.
- Земля и сооружения.
- Прочие активы.
- Текущие пассивы (current liabilities).
- Долгосрочная задолженность (long-term debt).
- Акционерный капитал (equity).
- Чистая стоимость (net worth).
- Притоки наличных (cash inflows).
- Оттоки наличных (cash outflows).
- Чистый поток наличных (net cash flow).



Оптимальной является максимальная совместимость с используемыми форматами бюджетирования компании и управленческой отчетности.

#### 10.5.7.2. Анализ коэффициентов

Анализ основных финансовых коэффициентов (ratios and margins) с точки зрения динамики доходов и расходов на основе финансовой отчетности за три-пять лет и прогнозные оценки на такой же период.

#### 10.5.7.3. Основные предположения при планировании

Анализируются основные результаты работы компании, влияющие на них факторы и прогнозы динамики указанных факторов. Приводится обоснование основных предположений, используемых при планировании и разработке прогнозов работы компании.

#### 10.5.7.4. Финансовое состояние

В данном подразделе анализируется баланс компании и обосновываются прогнозы его изменения с точки зрения динамики статей и изменения структуры, а также динамики ликвидности.

#### 10.5.7.5. Существенные обязательства

Здесь анализируются существенные финансовые обязательства, например, недофинансированный пенсионный план или необходимость возмещения возможного ущерба, нанесенного третьей стороне действиями менеджмента.

## 10.5.8. Финансовые отчеты

Это по существу не раздел как таковой, а подборка соответствующих документов за три-пять лет, прилагаемая к основному документу. Если финансовая отчетность компании не аудирована, то она должна быть хотя бы просмотрена аудитором с точки зрения адекватности методологии, содержательности и непротиворечивости. Компания должна иметь консолидированную отчетность в разрезе трех взаимосвязанных основных таблиц (отчет о прибылях и убытках (P&L), баланс (BS), и отчет о движении наличности (CFS)). Отчетность сопровождается необходимыми комментариями. Никогда не стоит отправлять венчурному инвестору предложения без приложения свежей финансовой отчетности.

## 10.5.9. Финансовый план и прогнозы

Это также, по существу, не раздел как таковой, а подборка соответствующих прогнозов за три-пять лет, объединенных в рамках единой компьютерной модели. Здесь также должны быть представлены консолидированные прогнозы в разрезе вышеназванных трех взаимосвязанных основных таблиц в расчете на месяц или квартал. Прогнозы тоже сопровождаются необходимыми комментариями. В рамках модели целесообразно выделить отдельную папку, в которой содержались бы все параметры, используемые при прогнозировании. Целесообразно приложить к предложению модель в Excel (например, на CD).

## 10.5.10. Дополнительные материалы и приложения

Как правило, это могут быть годовые отчеты, проспекты и каталоги компании. В этот раздел целесообразно включить дополнительные иллюстрации и другую визуальную информацию о компании и ее продуктах и услугах. Копии публикаций прессы о компании или ее продуктах и услугах – необязательно, однако стоит приложить их список. Рассылка дополнительного аудио – или визуального материала, как правило, бесполезна.

## 10.6. Полнота предложений

Понятно, что в большинстве случаев все вместе вышеперечисленные разделы не понадобятся. Включать в предложения стоит характеристику только ключевых и существенных сторон бизнеса и компании (если ключевых менеджеров всего двое, не стоит перечислять всех десятерых, если бизнес оказывает услуги – нет смысла описывать производственный процесс, и т.д.). Не стоит разжевывать общеизвестные вещи. На практике стоит начать с подготовки объемного и всеохватывающего проекта, а затем – сокращать его. Задача предложений та же, что и у презентации, рассмотренной выше: дать характеристику и внести максимальную ясность в четыре ключевых вопроса, которые волнуют венчурного инвестора и на которые он старается найти ответ в предложениях:

- Уникальность бизнеса и сделки.
- Менеджмент.
- Прогнозы доходности.
- Выход.

## 10.6.1. Уникальность бизнеса и сделки

С точки зрения венчурного инвестора, это основной источник и потенциал роста стоимости бизнеса компании, который и должен реализовать, а затем капитализировать менеджмент компании. Здесь не стоит экономить на объеме – лучше затронуть вопросы уникальности бизнеса и компании в нескольких разделах предложений:

- «Бизнес и его перспективы».
- «Продукт или услуга».
- «Маркетинг и продажи»  
(если используются уникальные подходы).
- «Менеджмент».

## 10.6.2. Менеджмент

Менеджмент представляет существенный интерес для венчурного инвестора в качестве ключевого фактора успеха, и именно на него он будет обращать внимание в первую очередь. Венчурный инвестор попытается понять, кто именно и как заработает для него деньги, реализовав, благодаря уникальности бизнеса и компании, потенциал роста стоимости и капитализировав ее. У венчурных инвесторов есть поговорка: «Можно иметь хорошую идею и плохой менеджмент и постоянно проигрывать, и иметь плохую идею, но хороший менеджмент и постоянно выигрывать». С точки зрения венчурного инвестора, хороший менеджмент означает, что:

- он опытный (существует устойчивый предрассудок, что опытный – значит в возрасте от 30 до 45 лет, так как более молодым менеджерам не хватает знаний жизни и мудрости);

- он с драйвом и амбициями (считается, что после 45 лет они ослабевают), с которыми обязательно должен сочетаться опыт;
- у него имеется солидная история и явные достижения в послужном списке.
- Необходимо объяснить, почему именно эти предприниматели и менеджеры являются теми единственными в мире, которые с максимальным результатом возьмут данный продукт или услугу, выведут его на рынок и заработают кучу денег.

### 10.6.3. Прогнозы доходности

Деньги – это единственная цель венчурного инвестора, и прогнозы получения возврата на инвестиции – это третий важнейший вопрос, ответ на который его интересует. Смелые прогнозы являются стандартной практикой предпринимательства, но они должны быть не только привлекательными с точки зрения динамики роста, но и разумными и реалистичными по сравнению с другими прогнозами, поступающими к венчурному инвестору. Стоит потратить время на всесторонний анализ прогнозов и подготовить несколько вариантов в зависимости от изменения внешних факторов.

Некоторые компании пользуются услугами консультантов, которые разрабатывают финансовую модель роста компании на основе параметров, представленных менеджментом. Данный подход вряд ли оправдан, так как, если прогнозы делаются другими, объяснить их адекватно и убедительно будет очень трудно. Обязанность доказывать реалистичность прогнозов венчурному инвестору лежит на компании и предпринимателях, и никаких «презумпций невиновности» здесь не бывает. Часто

венчурные инвесторы мысленно делят прогнозы продаж и прибыли пополам и считают данный вариант более реалистичным.

#### 10.6.4. Выход

Вопросы выхода из инвестиции являются решающим фактором при принятии инвестиционного решения, и в особенности на развивающихся рынках, где число успешных IPO и стратегических покупок по высокой оценке невелико. Венчурный инвестор – еще до того, как он войдет в компанию – должен четко понимать, когда и каким путем он выйдет из компании, кто купит его долю и почему заплатит существенно дороже, чем заплатил он сам. Иначе он не будет инвестировать. Перечисления трех основных путей (IPO, прямая продажа, выкуп) для венчурного инвестора будет недостаточно. Предприниматель знает свой сегмент рынка и основных игроков и их стратегии лучше, чем венчурный инвестор.

#### 10.7. Мастер-файл

«Срок реализации» предложения не так велик и не превышает трех месяцев, по истечении которых требуется обновление и доработка. Как правило, с первого раза привлечь инвестиции не удастся. Процесс может занять до года. Даже будучи принятым и проинвестированным, бизнес-предложение может быть использовано при подготовке бизнес-планов, бюджетировании, при обсуждении хода реализации проекта на совете директоров и даже при подготовке проспекта для публичного и частного размещения акций компании. Поэтому бизнес-предложение стоит готовить на компьютере в виде «мастер-файла», с тем чтобы изменения можно было вносить без затруднений.

## 10.8. Оформление

Вопросы «упаковки» важны для любого бизнеса, работающего на рынке покупателя, в том числе на рынке инвестиций. Венчурный инвестор получает сотни телефонных звонков и десятки предложений еженедельно, и каждое предложение будет конкурировать со множеством других. Оформление предложений может как привлечь повышенное внимание венчурного инвестора, так и, напротив, оттолкнуть его.

Никогда не стоит посылать оригинал предложения, но копия должна быть хорошего качества, на хорошей белой бумаге, односторонней или двусторонней, с полями не менее 3 см с каждой стороны, чтобы венчурный инвестор мог делать пометки. Не стоит использовать необычные шрифты или шрифты малого размера. Рисунки хороши, если они высокого качества, но вообще – необязательны. Фотографии продукции или завода лучше дать в приложении. Если прилагаются копии публикаций о компании, то копии также должны быть высокого качества. Стоит сделать цветную обложку на плотной бумаге, изобразив на ней продукт или завод. Скрепки – не годятся, а если их хватает, значит, бизнес-предложение маловато по объему. Венчурные инвесторы предпочитают предложения, скрепленные пружиной или склеенные в торец.

Нельзя забывать, что компания – продавец, а венчурный инвестор – разборчивый и капризный покупатель.

## 10.9. Рассылка

Встречаются две основных ошибки – рассылка предложения слишком малому или слишком большому числу венчурных инвесторов. Как правило, в первый раз предприниматель

направляет бизнес-предложение одному венчурному инвестору и терпеливо ждет ответа, который может поступить с существенной задержкой (потому что венчурный инвестор может быть занят другим проектом) или не поступить вовсе. Рассылка презентации в десятки или сотни адресов также непродуктивна, так как массовые рассылки не привлекают серьезного внимания получателей. Оптимальным является выбор пяти-семи венчурных инвесторов – известных тем, что они инвестируют в отрасль, в которой работает компания, или в смежные отрасли – и отправка каждому из них презентации и бизнес-предложения. Через неделю стоит позвонить каждому и осведомиться, вызвало ли бизнес-предложение интерес. Компания – продавец, поэтому не стоит обижаться, если на звонок ответит помощник или секретарь.

## 10.10. Первое «свидание» и начало переговоров

К первому венчурному инвестору, который изъявит желание встретиться для переговоров, стоит отнестись с определенным скептицизмом. Зачастую многие венчурные инвесторы сразу же реагируют положительно и предлагают договориться об эксклюзивности, но не стоит переоценивать данную реакцию.

Стоит осведомиться по телефону, что предлагается, и в случае если вариант близок к предложенному вами, надо немедленно встречаться и начинать переговоры. В том случае, если предложения венчурного инвестора существенно отличаются от ваших, стоит повременить со встречами в течение недели, для того чтобы получить другие предложения. Таким образом, телефонные переговоры перед первой встречей и началом переговоров часто целесообразны и полезны.



## 10.11. Синдикация

Зачастую венчурный инвестор скажет, что он заинтересован в данном проекте и компании, но не в состоянии инвестировать всю требуемую сумму, и что необходима синдикация (синдицирование). Синдикация достаточно широко распространена в венчурном бизнесе, так как позволяет уменьшить и распределить риски. В таком случае понадобится ведущий инвестор (lead investor), который возьмет на себя часть забот по организации синдиката. Синдикация может быть организована как самим венчурным инвестором, ставшим ведущим инвестором синдиката и взявшимся за продажу проекта другим инвесторам, так и самим предпринимателем, которому придется удовлетвориться «мягким обязательством» (soft commitment) со стороны ведущего инвестора и привлекать других участников синдикации самостоятельно. В любом из случаев стоит получить от венчурного инвестора список других инвесторов, с которыми он был бы готов участвовать в синдикате. Обычно ведущий инвестор получает плату за синдикацию в размере от 2% до 3% от объема привлекаемых дополнительных инвестиций, которая будет оплачена из инвестируемых средств. Иногда часть этой суммы будет распределена между некоторыми из участников синдиката. Синдикацию может организовать и инвестиционный банк, но плата в этом случае достигнет 5–10% от всей суммы инвестиций.

Синдикация требует затрат времени и является трудной задачей, усложняя сделку и снижая вероятность ее успешного заключения, а также увеличивая расходы компании, так как может потребоваться дополнительная оплата юристов и консультантов для урегулирования вопросов, поднятых несколькими партнерами.

# Лекция 11.

## Вопросы инвестора

Конечно, идеальный вариант – это когда после прочтения предложений венчурный инвестор выписывает чек, но так не бывает. Венчурный инвестор задаст тысячи вопросов перед принятием решения. Поэтому перед рассылкой предложения лучше раздать его нескольким друзьям, аудитору и, возможно, банкиру, чтобы услышать их вопросы, доработать бизнес-предложение и подготовиться к вопросам венчурного инвестора.

Из числа приведенных ниже вопросов все вместе заданы никогда не будут, и в крайнем случае речь может идти об одной трети, но готовым надо быть ко всем. Так что девиз – «Будь готов!». Следует потренироваться в ответах на эти вопросы с друзьями.

### 11.1. Основные вопросы

- Уникальность продукта.
- Менеджмент.
- Прогнозы и возврат на инвестиции.
- Выход.

#### 11.1.1. Уникальность продукта

Венчурный инвестор получает множество серьезных предложений, но у многих из них нет перспектив существенного роста, так как они не являются уникальными. Венчурного инвестора не

устроит 10%-ный годовой рост, потому что инвестиции в небольшой бизнес всегда выступают высокорисковыми, не приносят дивидендов и неликвидны, а 10% – недостаточно высокий приз за работу в таких условиях. Так, основные вопросы инвестора будут о том, чем бизнес компании отличается от остальных, в чем особенности ситуации, в которой находится данная конкретная компания, почему у ее бизнеса будут более высокие темпы роста, чем у конкурентов, в чем предпосылки и почему она достигнет успеха. Надо всегда ждать таких вопросов и быть готовыми воспользоваться возможностью еще раз объяснить, в чем именно заключается уникальность компании и сделки.

## 11.1.2. Менеджмент

Основное, что будет интересовать венчурного инвестора в отношении менеджмента, – это честность. Прямой ответ на этот вопрос не может содержаться в предложении. Вопрос о честности найдет ответ в ходе встреч с командой менеджеров и переговоров, и если появятся сомнения – сделки не будет. Венчурный инвестор будет интересоваться прошлым главы компании и всей команды менеджеров, чтобы удостовериться в ее опытности, понять ее мотивацию и компетенцию, оценить достижения, а также то, может ли предприниматель, который собрал команду, рассматриваться как творец и добивается ли он успехов, способен ли выполнить задачу, поставленную в предложении. Важно получить по результатам прочтения предложения и встреч оценку типа «хорошие ребята» и «производят впечатление». Если эти слова произнесены, то половина задачи решена, если венчурный инвестор колеблется – денег не будет.

### 11.1.3. Прогнозы и возврат на инвестиции

Венчурного инвестора будет интересовать, насколько реалистичными являются прогнозы компании в части объема продаж и их рентабельности и сможет ли команда менеджеров реализовать их. Во-вторых, его будет интересовать возврат на его инвестиции, который также зависит от реализации прогнозов. Надо быть готовыми к защите своих прогнозов объема продаж и доходности. Прогнозы должны базироваться на солидном основании и разумных допущениях, которые необходимо уметь обосновать и подтвердить. Прогнозы не должны быть слишком смелыми, сверхоптимистичными или агрессивными. На начальных стадиях развития рост может достигать 50–100%, но 25%-ный годовой рост – это минимум, ниже которого бизнес не будет выглядеть привлекательным для венчурного инвестора.

### 11.1.4. Выход

Вопрос о выходе постоянно волнует венчурного инвестора, как в случае плохих, так и удачных сделок. Увеличение стоимости компании должно быть капитализировано и приобрести форму наличных денег. Необходимо понимать возможности продажи компании – по крайней мере не хуже, чем их понимает венчурный инвестор.

## 11.2. Вопросы по предложению

### 11.2.1. Резюме

У венчурного инвестора не должно возникать никаких вопросов по содержанию резюме, и если они появились, значит, резюме плохое и не соответствует предложениям. Если в резюме говорится о чем-то, чего нет в предложениях – можно ждать об этом вопроса.

## 11.2.2. Бизнес и его перспективы

Почему-то, как правило, большинство предпринимателей разбивают историю своего бизнеса и его перспективы на три фазы. Однако это может вызвать раздражение венчурного инвестора, и лучше этого избежать. Обычно венчурного инвестора интересуют следующие моменты:

- Природа бизнеса.
- История бизнеса.
- Будущее бизнеса.
- Уникальность бизнеса.
- Продукт или услуга.
- Потребители или покупатели продукта или услуги.
- Отрасль или рынок.
- Конкуренция.
- Маркетинг.
- Производство.
- Производственный процесс.
- Труд (рабочие и служащие).
- Поставщики.
- Субконтракторы.
- Производственное оборудование.
- Производственные здания и сооружения.
- Патенты и торговые марки.
- НИР.
- Судебные процессы.
- Законодательство и государственное регулирование.

- Конфликт интересов.
- Портфель заказов.
- Страхование.
- Налогообложение.
- Корпоративная структура.

#### 11.2.2.1. Природа бизнеса

Стоит попытаться помочь венчурному инвестору в получении краткой, но точной и емкой формулировки для идентификации бизнеса компании, которая могла бы использоваться в документации венчурного фонда, при представлении компании инвестиционному комитету для принятия решения, в отчетах по мониторингу, а в дальнейшем – при подготовке проспекта и информировании о нем инвесторов фонда. Если этого не сделать, то велика вероятность того, что венчурный инвестор все равно попросит в двух-трех словах объяснить, чем же занимается компания.

#### 11.2.2.2. История бизнеса

От данного подраздела венчурный инвестор ожидает стиля реферата, синопсиса, но вопросы все равно могут появиться, так как венчурного инвестора могут заинтересовать детали прошлого, которые на первый взгляд не имеют значения. Может потребоваться объяснение отдельных событий и решений прошлого, и типовыми будут вопросы:

- Почему случилось так-то?
- Почему менеджмент компании сделал то-то?
- Почему было принято такое-то решение?

В большинстве случаев венчурный инвестор попросит также назвать основные этапы, или поворотные моменты в жизни компании (milestones) и дать комментарии по поводу того, как бизнес достиг их.

#### 11.2.2.3. Будущее бизнеса

Здесь также речь пойдет об основных этапах планируемой программы роста, которые должны быть достигнуты в будущем. Вопросы будут относиться к каждому из этапов, и основным из них будет: «Как компания сможет достичь на данном этапе результата, который предусмотрен в предложении?».

#### 11.2.2.4. Уникальность бизнеса

Основные вопросы, которые прозвучат: «Что делает бизнес компании уникальным, отличным от других?» или: «Если взять все небольшие компании мира, почему именно эта достигнет успеха?». Обычно крупный бизнес является победителем над малым – это почти аксиома – и требуются объяснения и доказательства, почему в данном случае результат может быть противоположным. Надо обязательно сформулировать несколько отличий данной компании и ее бизнеса от остальных, так как в случае старта бизнеса типа «мы тоже» («me too» company) – денег от инвестора не будет.

#### 11.2.2.5. Продукт или услуга

Основной вопрос: «Что же продает компания, и какие потребности удовлетворяет ее продукт или услуга?». Типичные вопросы: «Почему данный продукт или услуга полезны? Зачем он нужен потребителю? Почему потребитель его купит?». Будет также вопрос о том, является ли продукт «биржевым» (commodity) или

оригинален, может ли быть отличен от остальных и поддается ли брендированию. Венчурного инвестора будут интересовать такие вопросы:

- Зрелость или устарелость продукта:  
на каком этапе жизненного цикла находится продукт?
- Каков этот жизненный цикл?
- Какие продукты данный продукт заменяет, с какого времени; что заменит данный продукт в будущем и когда?
- Имеется ли уже этот новый продукт на рынке, или когда он будет там представлен; как появление нового продукта повлияет на рынок продукта, выпускаемого компанией?

Неизбежен вопрос об ответственности в связи с использованием или потреблением продукта или услуги, о том, что произойдет, если использование продукта или услуги нанесет потребителю вред, какой ответственности можно ожидать.

Следующая группа вопросов будет связана с ценой и себестоимостью продукта и перспективами их изменения, эластичностью спроса. Возможны вопросы о сроке службы продукта и последовательности насыщения рынка. Возможны вопросы и о технологической сложности продукта.

Необходимо подтверждение того, что потребители воспринимают и хорошо оценивают уникальность продукта (лучшее подтверждение – результаты группового глубокого интервью методом фокус-групп).



### 11.2.2.6. Потребители или покупатели продукта или услуги

Венчурный инвестор желает точно представлять себе, кто именно покупает или станет покупать данный продукт или услугу. Его вопросами будут:

- Удовлетворяет ли этот продукт реальную потребность, или он удовлетворяет мнимую потребность и в реальности не нужен?
- Как потребитель отличает продукт компании от других, насколько высока узнаваемость бренда?
- Сколько имеется потребителей, и какие типы потребителей у данного продукта или услуги можно выделить?
- Продает ли компания продукт или услугу большой компании или правительству?
- Имеет ли продукт повторного покупателя или он покупается лишь однажды?
- Является ли продукт высоко – или низкокачественным, высокого или низкого он класса (high-end or low-end)?

Венчурный инвестор, скорее всего, попросит список основных покупателей и/или потребителей продукта, или по крайней мере 10–20 крупнейших из них, с указанием контактной информации – с целью задать им вопросы.

Возможен вопрос о классификации покупателей и/или потребителей по типам или демографическим характеристикам. Здесь же могут возникнуть вопросы о портфеле заказов, о его составе по типам покупателей, о том, чем он определяется и как может измениться, насколько заказы гарантированы. Может возникнуть вопрос о копиях заказов и справках о платежеспособности заказчиков.

### 11.2.2.7. Отрасль или рынок

Для достижения лучшего понимания отрасли или сектора венчурный инвестор может задать следующие вопросы:

- Каковы ключевые факторы успеха в данной отрасли или секторе?
- Как продукт и компания позиционированы в отрасли или секторе?
- Как определяется объем продаж в отрасли или секторе и темпы роста? – Надо иметь в виду, что, говоря об объемах продаж компании, необходимо четко выделить те из них, которые не относятся к основному продукту компании.
- Каковы основные тенденции развития отрасли?
- Какие изменения в отрасли или секторе повлияют на прибыльность бизнеса компании?
- Что препятствует входу на рынок или сектор, насколько трудно начать аналогичный бизнес, и что для этого требуется?
- В чем новизна продукта компании по сравнению с другими в отрасли или секторе?
- Какова сезонность продаж?
- На каких рынках предполагается работать – локальном, региональном, национальном, международном?

### 11.2.2.8. Конкуренция

Венчурный инвестор будет пытаться понять, кто является конкурентами, в чем их сила и в чем сила компании. Типичными вопросами будут:

- В чем преимущества компании перед конкурентами – в показателях цены, характеристик продукта, обслуживания и гарантийного обслуживания и т.п.; каковы разрывы по этим показателям и тенденции?
- В чем преимущества конкурентов, кто является основным конкурентом и почему? Как долго конкуренты присутствуют на рынке, есть ли среди них публичные компании, какова динамика их роста? Кого из конкурентов компания хорошо знает, с кем идет «ноздря в ноздря»?
- Имеются ли товары-заменители, кто их производит, как часто продукт компании заменяется и каковы тенденции?
- Кто не является основным конкурентом и с чем это связано; как ситуация может измениться в дальнейшем?

Если планируется забрать часть рынка у конкурентов, то неизбежны вопросы о том, как именно и с какой динамикой это будет сделано, какую реакцию на действия компании можно ожидать со стороны конкурентов.

### 11.2.2.9. Маркетинг

Венчурный инвестор сфокусирует свое внимание на стратегии маркетинга. Он попытается понять, как продукт попадает с завода в руки потребителя. Типовые вопросы:

- Опишите каналы дистрибуции продукта компании – то, как он попадает потребителю.
- Каковы главнейшие элементы стратегии маркетинга?
- Стратегия маркетинга больше ориентируется на розницу или на промышленное потребление?
- Насколько важным элементом в плане маркетинга является реклама?
- Какова рекламная программа, и сколько она стоит?
- Насколько сильна зависимость объема продаж от затрат на рекламу?
- Как изменилась доля присутствия компании на рынках (market penetration), и что с ней будет происходить в будущем, какова будет динамика?
- Как будет изменяться маркетинговая стратегия по мере насыщения рынка и/или устаревания продукта?
- Насколько трудны продажи продукта; сложна или проста система продаж; требуются ли прямые продажи; необходимо ли обращаться непосредственно к потребителю? Являются ли затраты на приобретение продукта существенной частью общего бюджета потребителя?
- Каков временной разрыв между контактом с покупателем и продажей?

- Какая система скидок используется, как она распределяется в канале продаж, какова ее динамика?
- Существует ли правительственное регулирование продаж, в чем оно заключается?

#### 11.2.2.10. Производство

Венчурный инвестор попытается понять, как производится продукт. Среди типовых вопросов:

- Каковы производственные мощности?
- Что является ключевыми и критически слабыми местами в имеющихся мощностях?
- Что можно назвать «узкими местами»?
- Насколько важен контроль качества, как он осуществляется?
- Каков объем незавершенного производства и какова динамика его изменения?
- Является ли это производством стандартного продукта, или каждый продукт требует индивидуального подхода?
- Как обстоит дело с техникой безопасности, возможна ли (и в каком объеме) ответственность перед рабочими; является ли производство опасным?
- Имеются ли на горизонте в производственном процессе какие-то революционные элементы, которые могут помочь или навредить компании?

Если процесс обслуживания продукта цикличен, возможны вопросы о системе обслуживания.

#### 11.2.2.11. Производственный процесс

Вопросы будут связаны с выявлением критических факторов производственного процесса, например:

- Легко или трудно производить данный продукт?
- Велико ли число частей, которые требуется собрать?
- Бывают ли случаи, когда потребитель сам собирает аналогичный продукт из запасных частей, приобретенных у тех же поставщиков?
- Как много стоимости компания добавляет к продукту в ходе производственного процесса?

#### 11.2.2.12. Труд (рабочие и служащие)

Венчурный инвестор попытается понять современное состояние и перспективы развития штата рабочих и служащих компании, источники поступления рабочей силы, требуемые специальности рабочих и служащих, используемых в производстве и продажах. Типовыми вопросами будут:

- Какова используемая рабочая сила, какой ее состав: рабочие, служащие, инженеры и техники, продавцы? Уровень образования; сколько работников и какого типа используется; есть ли работники, работающие по совместительству?
- Откуда набирается рабочая сила, достаточно ли предложение?
- Достаточно ли квалифицирована поступающая рабочая сила, или требуется дополнительное обучение?

- Какова стоимость рабочей силы в регионе, где работает предприятие, по сравнению с другими регионами и средней величиной по стране?
- Какие профсоюзы представлены в компании, насколько они активны?
- Каковы отношения профсоюзов с менеджментом, были ли конфликты?
- Скоро ли предполагается перезаключение генерального соглашения, чего при этом можно ожидать?
- Каков пенсионный план? Имеются ли обязательства в связи с недофинансированием пенсионного фонда?

#### 11.2.2.13. Поставщики

В основном вопросы будут связаны с поставщиками сырья, материалов, полуфабрикатов и агрегатов. Типовыми вопросами будут:

- Кто является поставщиками сырья, материалов, полуфабрикатов и агрегатов, используемых в производственном процессе?
- Имеется ли единственный поставщик какого-либо материала, полуфабриката или агрегата, и прежде всего из числа ключевых, которых невозможно заменить?
- Существует ли проблема поставки какого-либо сырья, материалов, полуфабрикатов и агрегатов?

По-видимому, придется предоставить списки основных поставщиков с указанием контактной информации, и этот список лучше подготовить заранее. Список лучше организовать, ранжировав поставщиков по объему поставок в стоимостном

выражении и указать основные условия поставки и цены. Отдельно стоит выделить ключевых и единственных поставщиков.

#### 11.2.2.14. Субподрядчики

Вопросы будут связаны с отношениями с субподрядчиками:

- Какую роль они играют в данном бизнесе, насколько ключевыми являются отдельные из них?
- Возможна ли замена субподрядчиков, насколько легко ее провести?

Венчурный инвестор, вероятно, запросит список субподрядчиков с указанием контактной информации, и его лучше подготовить заранее.

#### 11.2.2.15. Производственное оборудование

Вопросы будут связаны с имеющимся и требуемым для компании оборудованием, например:

- Какое оборудование является абсолютно необходимым для производства продукта?
- Требуется ли специализированное оборудование или оборудование общего назначения?
- Как долго занимает процесс заказа запчастей?
- Каков срок использования, как меняются характеристики оборудования в процессе использования, как долго используется имеющееся оборудование?



- Трудно ли заказать новое оборудование для замены используемого, как быстро оно поступит в случае заказа?
- В какую сумму ежегодно обходится ремонт оборудования?
- Каковы капиталовложения, запланированные для покупки нового оборудования в течение следующих пяти лет; каковы условия этих контрактов?
- Имеется ли на рынке использованное оборудование?
- Не окажется ли имеющееся оборудование морально устаревшим из-за происходящих изменений в технологии?
- Какое оборудование используют конкуренты? Дает ли используемое оборудование дополнительные преимущества конкурентам или, напротив, дает их компании?

#### 11.2.2.16. Производственные здания и сооружения

Придется объяснять, какими производственными зданиями и сооружениями располагает компания и что потребуется в будущем. Можно ожидать следующих вопросов:

- Каковы условия аренды? – Скорее всего, придется представить копии договоров.
- В случае наличия у компании собственной недвижимости, во сколько обходится ее содержание, находится ли она в залоге? – Вероятно, придется представить характеристики недвижимости и копии документов на владение.
- Какова текущая стоимость недвижимости?
- Является ли недвижимость адекватной задачам планируемого роста?

- Какой объем продукции возможно произвести, используя данную недвижимость?
- Каковы перспективы изменения стоимости недвижимости, насколько она ликвидна в случае прекращения бизнеса?

#### 11.2.2.17. Патенты и торговые марки

Венчурный инвестор будет заинтересован в получении детальной информации о патентах и торговых марках, которыми располагает компания. Типовыми вопросами будут:

- Выдан ли патент, на кого выдан; получены ли права по патенту в полной мере, каков срок его действия?
- Заключены ли лицензионные соглашения на использование патентов с другими производителями; что это за производители, являются ли они конкурентами? Каковы условия лицензионных соглашений?
- Какими брендами обладает компания, насколько они сильны и узнаваемы?
- Каковы затраты на поддержание и развитие брендов?

#### 11.2.2.18. НИР

Венчурный инвестор захочет узнать объем выполненных или оплаченных компанией НИР (в финансовом выражении и по времени) и НИР, которые потребуются. Типичными вопросами будут:

- Какие НИР ведутся в настоящее время?

- В какую сумму обошлись НИР в прошлом, и что они принесли; насколько увеличился объем продаж?
- Были ли затраты на НИР списаны или капитализированы?
- Каковы запланированные затраты на НИР в следующем году, через год, на три-пять лет? Какие результаты планируется получить, как они повлияют на продажи?

Венчурные инвесторы не финансируют исследовательские фирмы, они инвестируют в коммерциализацию результатов НИР.

#### 11.2.2.19. Судебные процессы

Венчурный инвестор желает быть информированным обо всех судебных процессах, которые протекают с участием компании или возможны в будущем. Типовые вопросы:

- Какие обвинения выдвигались против компании, и какие из них стали предметом судебного разбирательства?
- Какие обвинения компания выдвигала против других компаний, кто их инициировал (сама компания или торговые партнеры, клиенты, потребители), и какие из них закончились судебным разбирательством?
- Были ли патентные споры с участием компании?

Надо быть готовым представить детальные справки по каждому случаю, включая мнение юриста, выраженное юридическим языком.

### 11.2.2.20. Законодательство и государственное регулирование

Венчурный инвестор захочет разобраться в том, как отношения с правительством на различных уровнях могут повлиять на рост компании. Вопросы могут быть такими:

- Каково регулирование бизнеса компании на местном, региональном и национальном уровнях?
- Является ли влияние этого регулирования на бизнес компании положительным или отрицательным?

### 11.2.2.21. Конфликт интересов

Венчурного инвестора будут интересовать все и любые случаи существующих или потенциальных конфликтов интересов у всех: акционеров, директоров, менеджеров, ключевых работников. Примеры вопросов:

- Покупает ли компания от поставщиков, представленных в совете директоров?
- Продает ли компания кому-то, представленному в совете директоров?
- Какова политика и процедуры урегулирования конфликтов интересов?

### 11.2.2.22. Портфель заказов

Венчурный инвестор должен получить полное представление о портфеле заказов с точки зрения натуральных и финансовых показателей. Типовыми вопросами будут:

- Откуда поступили заказы? Насколько надежен портфель, может ли он сократиться?
- Как компания получает заказы?
- Могут ли заказы быть аннулированы?
- Зависят ли заказы от цены?
- Зависят ли заказы от характеристик продукта?

#### 11.2.2.23. Страхование

Основной вопрос, который стоит перед венчурным инвестором: является ли страхование достаточным и покрывает ли все существенные риски – гражданскую ответственность, имущество, несчастные случаи, остановку бизнеса, жизнь ключевых менеджеров и т.п.

Типовыми вопросами будут примерно такие:

- Что произойдет, если, например, вы попадете под машину?
- Что произойдет в случае пожара или наводнения, уничтожившего имущество компании?

Лучший ответ: «Страховая компания оплатит компании все убытки».

#### 11.2.2.24. Налогообложение

Венчурный инвестор захочет понять налоговое окружение, в котором работает компания. Основные вопросы:

- Платит ли компания специальные, нестандартные налоги?

- Возможно ли снижение или рост специальных налогов?
- Имеет ли компания начисленные, но не уплаченные налоги, например, на зарплату или прибыль?
- Может ли компания избежать оплаты некоторых из налогов, и каким образом?

#### 11.2.2.25. Корпоративная структура

Типовыми вопросами будут:

- Какова правовая форма компании и почему она была выбрана, какие планы по ее изменению?
- Каково место регистрации компании, чем оно объясняется?
- Наличие материнской и дочерних компаний, наличие оффшорных компаний и т.п.

#### 11.2.3. Менеджмент

Венчурный инвестор попытается дать оценку членам команды менеджеров, их прошлому и опыту работы. Иногда вопросы могут выглядеть «глупыми», касаться детства, учебы, семейной жизни. Многие венчурные инвесторы считают себя психологами-любителями и попытаются определить психотип топ-менеджеров. Вопросы могут коснуться следующих тем:

- Директора и руководители.
- Ключевые работники.
- Порядочность и честность.
- Система поощрений.

- Опционы на акции и опционный план.
- Основные акционеры.
- Трудовые соглашения.
- Конфликт интересов.
- Консультанты, аудиторы, юристы, банки и др.

#### 11.2.3.1. Директора и руководители высшего звена

Вопросы коснутся людей, представленных в совете директоров, и топ-менеджеров. Венчурный инвестор попытается понять, почему определенные люди стали директорами, хотя их связь с компанией и ее бизнесом неочевидна. Дело в том, что всегда лучше иметь в составе совета директоров специалистов из данной отрасли, так как они обладают отраслевым опытом. Если в совете директоров представлен юрист компании, то вопрос «Почему?» – неизбежен.

В отношении топ-менеджеров также неизбежны вопросы, уточняющие представленные резюме.

#### 11.2.3.2. Ключевые работники

Вопросы венчурного инвестора о ключевых служащих понятны: именно эти люди зарабатывают деньги, и именно в них осуществляются инвестиции. Будут вопросы по их резюме, об их прошлом – образовании, опыте, о семейном положении, детях и т.п. Хорошей практикой является организация совместного ленча. Формальные вопросы могут быть следующими:

- Каковы функциональные обязанности членов команды менеджеров, и как распределяется между ними ответственность за прибыли и убытки?

- Каковы стандартные для данной отрасли требования к топ-менеджерам, соблюдаются ли они в компании, соответствуют ли топ-менеджеры этим требованиям?
- Достаточно ли у топ-менеджмента квалификации и технических знаний для ведения данного бизнеса?
- Насколько топ-менеджеры «привязаны» к компании финансово, профессионально, морально?
- Являются ли топ-менеджеры совладельцами компании, какова их доля в капитале, как она менялась и/или будет меняться?
- Аффилированы ли топ-менеджеры с другими компаниями, вовлечены ли они в другой бизнес?
- В состоянии ли команда реализовать планы компании?

### 11.2.3.3. Порядочность и честность

Венчурные инвесторы постоянно сталкиваются в своей работе со случаями проявления непорядочности, и не следует обижаться на вопросы, связанные с доказательством собственной порядочности и честности. Каждый из венчурных инвесторов когда-либо был обманут, и чаще всего – неоднократно, поэтому они всегда насторожены, и иногда эта настороженность носит навязчивый характер. Лучше известить венчурного инвестора о своей позиции по вопросам порядочности и честности, заранее предоставить информацию обо всех случаях нечестности или невыполнения финансовых обязательств со стороны служащих. Возможно, стоит заранее заказать проверку кредитоспособности компании со стороны независимого агентства на тот момент, когда аналогичная проверка будет проводиться венчурным инвестором в рамках процедуры тщательного изучения.



Резюме ведущих менеджеров целесообразно снабдить списком контактов для получения рекомендаций, чтобы венчурный инвестор смог получить отзывы и справки. Некоторые венчурные инвесторы используют тесты, которые должны охарактеризовать способности и честность топ-менеджеров и ключевых служащих. Есть легенды, что иногда используются даже астрологи, графологи и хироманты. В любом случае, надо быть готовыми к беседам с глазу на глаз на темы, не имеющие прямого отношения к бизнесу.

#### 11.2.3.4. Система поощрений

Интерес венчурного инвестора связан с вознаграждением, которое получают предприниматель и топ-менеджеры, а также с вознаграждением, на которое они рассчитывают в будущем. Инвестор желал бы убедиться, что топ-менеджеры хорошо мотивированы на достижение целей, которые поставила перед собой компания, однако типичным вопросом является: «Почему зарплата такая высокая?».

#### 11.2.3.5. Опционы на акции и опционный план

Вопросы также будут связаны с размером этой части компенсационного пакета. Необходимо дать точное объяснение условий опционов на акции для топ-менеджмента и новых менеджеров, которых планируется привлечь в компанию. Венчурный инвестор запросит копию плана опционов. Если он еще не составлен, необходимо объяснить, каким он видится. Типовой вопрос: «Почему данному сотруднику предложен такой пакет опционов и что произойдет, если цели будут достигнуты не в полном объеме или если сотрудник уволится?».

Опционный план компании должен быть достаточно стандартным, или потребуются объяснения необходимости изменений. Если имеется план отсроченных компенсаций, необходимо объяснить и прокомментировать также и этот план.

#### 11.2.3.6. Основные акционеры

Основные вопросы будут связаны с характеристикой собственников и акционеров, а также ценой, которую они заплатили за акции компании. Как правило, потребуется объяснение, почему эта цена была низкой по сравнению с той, которую предлагают заплатить венчурному фонду. Любой акционер, владеющей более чем 5% акций, неизбежно вызовет подробные вопросы.

#### 11.2.3.7. Трудовые соглашения

По каждому трудовому соглашению придется дать комментарии и предоставить их копии. Венчурный инвестор, как правило, предпочитает односторонние соглашения, предусматривающие большой объем работы и низкую оплату.

#### 11.2.3.8. Конфликт интересов

Здесь венчурный инвестор сосредоточится на выявлении наличия конфликтов интересов среди основных служащих компании. Вопросы будут касаться отношений служащих с другими фирмами, с которыми компания имеет деловые связи, и речь будет идти о родственниках и даже знакомых. Лучше представить максимально полную информацию, так как обнаружение конфликта в дальнейшем может привести к отказу от сделки или судебному иску.

#### 11.2.3.9. Консультанты, аудиторы, юристы, банки и др.

Необходимо представить полную контактную информацию и быть готовыми к тому, что о топ-менеджерах будут наводить справки.

#### 11.2.4. Потребности в финансировании

Венчурный инвестор попытается определить и обсудить структуру (сочетание видов и типов) финансирования, требуемого компании на данном раунде, включая следующее:

- Предложения по финансированию.
- Структура капитала.
- Обеспечение финансирования.
- Гарантии.
- Условия.
- Отчетность.
- Использование инвестиций.
- Доля инвестора.
- Стоимость компании и размывание акционерного капитала.
- Вознаграждения, связанные с инвестициями.
- Участие инвестора в деятельности компании.

#### 11.2.4.1. Предложения по финансированию

Вопросы охватят основные виды привлекаемых финансовых ресурсов и причины выбора определенного соотношения между ними.

**Долг.** Типичные вопросы:

- Какова процентная ставка, почему такая низкая, может ли она быть увеличена?
- Процентная ставка будет фиксированной или переменной, к чему она будет привязана?
- На каких условиях привлекается заем?
- Почему заем требуется на такое длительное время?
- Почему требуется льготный период по погашению основного долга?
- Когда компания может начать погашение основного долга, возможно ли это ускорить?
- Будет ли заем конвертируемым в обыкновенные акции?
- Почему коэффициент конверсии не может быть ниже?

**Акционерный капитал.** Отдельно будут заданы вопросы по привилегированным и обыкновенным акциям.

**А.** Привилегированные акции. Типичные вопросы:

- Какими будут дивиденды, как регулярно они будут выплачиваться (раз в квартал, полугодие, год), могут ли они быть повышены?
- Будут ли дивиденды аккумулироваться в случае пропуска очередной выплаты; появится ли обязанность компа-

нии по выкупу акций; будут ли акции конвертированы в обыкновенные?

- Будут ли акции выкупаться и когда, и нельзя ли сделать это скорее?
- Являются ли акции конвертируемыми в обыкновенные; какова цена конверсии, может ли она быть снижена?
- Какие ограничения наложены на акции, являются ли акции голосующими?

#### **Б. Обыкновенные акции. Типичные вопросы:**

- Предусматриваются ли дивиденды, какими они будут, как регулярно (раз в квартал, полугодие, год) они будут выплачиваться, могут ли они быть повышены? Будут ли дивиденды кумулятивными в случае пропуска их выплаты; возникнет ли у компании обязательство выкупить их?
- Какова цена акций?
- Каковы ограничения на акции?
- Каковы будут права по акциям; как производится голосование?
- Каковы будут права регистрации для держателей обыкновенных акций, будут ли эти права одинаковыми для всех акционеров? Готова ли компания провести регистрацию акций по требованию инвестора, т.е. стать публичной?

#### **Опционы. Типичные вопросы:**

- Какова цена покупки опциона, и чем она объясняется?

- Какова цена исполнения опциона при покупке обыкновенных акций?
- Во сколько акций будет исполнен опцион?
- Каков срок действия опциона?

#### 11.2.4.2. Структура капитала

Венчурный инвестор потребует, чтобы в перечень долга была включена вся задолженность (кроме счетов к погашению), включая коммерческие кредиты и налоговую задолженность. Потребуется список обеспечения и гарантий по каждому из видов долга. Необходимо указание условий привлечения долга и проценты по каждому из видов долга.

#### 11.2.4.3. Обеспечение заемного финансирования

Вопросы будут касаться обеспечения, которое предлагается венчурному инвестору, инвестирующему в форме долга, текущей и будущей стоимости обеспечения и того, как эту стоимость можно подтвердить или объяснить. Будут вопросы об оценке обеспечения независимым оценщиком.

#### 11.2.4.4. Гарантии

Вопросы будут касаться личных и корпоративных гарантий, предоставляемых венчурному инвестору. В случае личной гарантии она должна сопровождаться оценкой финансового состояния, и возможны вопросы по этой оценке. В случае корпоративной гарантии венчурный инвестор запросит независимую оценку финансового состояния гаранта.

#### 11.2.4.5. Условия

В случае использования долговых инструментов, а иногда и вложений в акционерный капитал, венчурный инвестор может потребовать соблюдения определенных финансовых коэффициентов (например, множитель долга к EBITDA для ограничения долгосрочной задолженности). Венчурный инвестор постарается максимально снизить коэффициенты, задавая вопросы о том, почему данные низкие коэффициенты неприменимы.

Что касается графика перевода компании и использования инвестированных средств (disbursement), то венчурный инвестор постарается оговорить необходимость достижения компанией определенных показателей в качестве условий для получения и использования очередной «порции» средств. Возможны вопросы венчурного инвестора о том, почему очередной этап инвестирования является существенным и почему достижение данного этапа означает рост стоимости компании.

#### 11.2.4.6. Отчетность

Вопросы будут связаны с тем, как часто компания будет предоставлять финансовую отчетность (ежемесячно, ежеквартально) и с обновлением прогнозов реализации бизнес-плана (два раза в год или ежегодно). Кроме того, венчурного инвестора будет интересовать, будет ли ему доступна управленческая отчетность, в каком объеме, за какой срок, с какой задержкой, а также готовит ли или будет ли готовить менеджмент специальную отчетность по операциям компании для акционеров, за какой период и с какой периодичностью.

#### 11.2.4.7. Использование инвестиций

Вопросы будут следующего характера: «Почему предполагается истратить данный объем средств в данный период на данных условиях? Что будет происходить с компанией по мере использования инвестиций, как будет расти ее стоимость?». – Надо быть точными и аккуратными в объяснениях.

#### 11.2.4.8. Доля инвестора

Венчурный инвестор будет заинтересован в точной информации о доле в компании, которой он будет владеть в случае инвестиций. Вопросы будут о сопоставлении данной доли с долями других акционеров, в том числе ключевых менеджеров, а также с тем, когда и сколько они заплатили в расчете на акцию. Венчурному инвестору не понравится, если доля ключевых менеджеров незначительна, так как, по мнению венчурных инвесторов, такая доля не будет выступать достаточным стимулом для эффективной работы.

#### 11.2.4.9. Стоимость компании и размывание акционерного капитала

Вопросы венчурного инвестора будут связаны со стоимостью компании и акционерного капитала с точки зрения ее основных владельцев. Основным будет вопрос о том, почему инвестору приходится платить так много за такую незначительную долю и почему другие платили существенно меньше. Придется объяснять, почему венчурный инвестор платит дороже, что происходило со стоимостью компании и каков вклад других акционеров в этот рост. В случае зрелости компании необходимо объяснить выделенные определенные этапы (но не три!), привязанные к раундам финансирования или к приходам новых акционеров, и



объяснить, как с переходом от этапа к этапу изменялась стоимость компании. На стадии стартапа это сделать непросто, ведь стоимость компании на этой стадии связана только с тем, что в ней была собрана команда и имелась идея бизнеса.

#### 11.2.4.10. Вознаграждения, связанные с инвестициями

Вопросы венчурного инвестора будут связаны с вознаграждениями, выплачиваемыми компанией в связи с привлечением финансирования. В случае использования финансового посредника неизбежны вопросы, почему он привлекался и что именно сделал; почему работа не могла быть выполнена собственниками компании; соответствует ли его вознаграждение выполненной работе, и из каких источников оно будет оплачиваться.

#### 11.2.4.11. Участие инвестора в деятельности компании

Вопросы будут связаны со сложившимся в компании участием акционеров в ее деятельности, правом вето инвестора по определенным вопросам. Основные вопросы будут связаны с правами влияния на деятельность компании, которые получит инвестор. Существует определенный минимальный набор прав, которые гарантируются инвестору: право вето по выпуску новых акций, смене контроля, выпуску долга, транзакциям в объеме больше согласованной величины; права tag-along & drag along rights при продаже акций компании; право участия в подборе менеджеров высшего звена, и т.п.

На данном этапе можно предложить венчурному инвестору перечень областей, в которых компания нуждается в помощи и поддержке, и хотела бы получить их от инвестора. Венчурный инвестор может предложить заключить консультационный

договор с ним или профессиональными консультантами (деловыми, финансовыми, по маркетингу и рекламе и т.п.).

### 11.2.5. Риски

Венчурный инвестор задаст вопросы, позволяющие оценить риски, связанные с инвестированием в компанию. При этом будет использоваться консервативный подход, и компания может получить заниженную оценку, против которой не стоит сопротивляться, сохраняя доброжелательность. Примерный список ситуаций, связанных с повышенными рисками:

- Ограниченная история операций.
- Ограниченность ресурсов.
- Ограничения опыта менеджмента.
- Неопределенность рынка.
- Неопределенность производственного проекта.
- Ликвидация бизнеса.
- Зависимость от ключевых менеджеров.
- Потенциальные проблемы.
- Прочее.

#### 11.2.5.1. Ограниченная история операций

Основные вопросы:

- Почему предприниматель решил, что он в состоянии запустить новую компанию? Как он на это решился, чем руководствовался, был ли у него аналогичный опыт в прошлом?

- Какие проблемы предприниматель ожидал встретить, и какие встретились ему на практике; что оказалось особенно трудным и потребовало мобилизации всех сил?
- Какие проблемы может встретить компания на новом этапе, и что предполагается делать для их решения?
- Кто из топ-менеджеров окажет наибольшую помощь, и в чем?

#### 11.2.5.2. Ограниченность ресурсов

Типовые вопросы:

- Если компании не удастся достичь точки безубыточности, что она будет делать на следующем раунде финансирования?
- Сколько точно денег потребуется компании, чтобы достичь точки безубыточности?
- Что будет делать компания, если точки безубыточности достичь не удастся?

#### 11.2.5.3. Ограничения опыта менеджмента

Типичные вопросы:

- Какова доля топ-менеджмента с опытом работы в данной отрасли или секторе?
- Что из того, чем топ-менеджеры занимались последние 10 лет, делает их ценными для работы в данной отрасли или секторе?
- Какая внешняя помощь и поддержка требуется топ-менеджерам для преодоления недостатка опыта?

#### 11.2.5.4. Неопределенность рынка

Основные вопросы:

- Что может пойти неправильно или не по плану маркетинга? – Зачастую лучшие планы маркетинга не выполняются, так как случается нечто неожиданное.
- Что из того, что происходит на рынке, может разрушить компанию?
- Какой стратегии на рынке можно ожидать от конкурентов?

#### 11.2.5.5. Неопределенность производственного проекта

Запустить новое производство всегда трудно. В этом случае наиболее ярко проявляются «законы Мёрфи»: «если есть вероятность того, что какая-нибудь неприятность может случиться, то она обязательно произойдет» (англ. «Anything that can go wrong will go wrong»). Если продукт не производился ранее в массовом масштабе, нет никаких оснований рассчитывать на то, что с началом производства не возникнет никаких проблем и что будут достигнуты прогнозируемые объемы и себестоимость производства. Основной вопрос: «Занималась ли компания или кто-то из команды ранее производством, приходилось ли им начинать новое производство?».

#### 11.2.5.6. Ликвидация бизнеса

Ликвидация бизнеса возможна всегда и по множеству причин. Венчурный инвестор, как правило, имеет определенный опыт в этих вопросах и заинтересован в понимании, что в этом случае может произойти с его инвестицией и на что он может рассчитывать. Основные вопросы:

- Почему предполагается, что ликвидационная стоимость не будет ниже, чем рассчитывает компания?
- Приходилось ли членам команды заниматься ликвидацией компаний в прошлом, по какой причине, каким был результат, насколько он соответствовал ожиданиям?

#### 11.2.5.7. Зависимость от ключевых менеджеров

Основные вопросы:

- Что произойдет в случае смерти одного из ключевых менеджеров, имеется ли заранее подготовленный план действий?
- Возможна ли реализация прогнозов в случае смерти или ухода ключевых менеджеров, каким будет рост и будет ли он вообще?

#### 11.2.5.8. Потенциальные проблемы

Данный раздел в бизнес-предложениях редко бывает длинным. Однако один из основных вопросов, которые заботят венчурного инвестора, это: «Какие факторы могут привести компанию к катастрофе?». – Необходимо заранее подготовить несколько сценариев неблагоприятного развития и план действий в случае реализации каждого из них.

Можно ожидать любых, даже самых неожиданных, вопросов, например:

- В каких финансовых резервах нуждается компания?

- Нет ли в компании такой ситуации, когда один из ключевых служащих, не являющийся акционером, по сути, контролирует компанию?

## 11.2.6. Возврат на инвестиции и выход из инвестиций

Как правило, данный раздел бизнес-предложений не бывает большим, однако он один из важнейших с точки зрения венчурного инвестора. Венчурного инвестора будут интересовать два основных вопроса: сколько он заработает и когда он сможет выйти из компании. Вопросы коснутся путей выхода и ожидаемой доходности инвестиций:

- IPO.
- Продажа стратегическому инвестору.
- Выкуп.
- Возврат на инвестиции.

### 11.2.6.1. IPO

Основные вопросы:

- Обсуждали ли управляющие предварительно с инвестиционными брокерами или банками перспективы IPO компании, каким было их мнение? Каким параметрам должна соответствовать компания (Sales, EBITDA, EV)?
- Имеются ли недавние примеры успешных IPO в данной отрасли или секторе; каковы параметры этих компаний; каковы коэффициенты стоимости к основным финансовым показателям (multiples EV/Sales, EV/EBITDA,

EV/NI) в момент IPO и потом; какова ликвидность и тенденции публичного рынка?

- Когда компания могла бы стать публичной; когда и в какой последовательности компания достигнет параметров, необходимых для успешного IPO? О каких коэффициентах стоимости компании могла бы идти речь, как компания пришла к этим коэффициентам, какие факторы учитывались?
- Какую из публично торгуемых компаний напоминает компания, и чем именно?

#### 11.2.6.2. Продажа стратегическому инвестору

Типовые вопросы:

- Какие компании были бы заинтересованы в приобретении контроля над компанией сейчас и в перспективе – при достижении прогнозируемых показателей, и почему?
- Будет ли стратегический покупатель заинтересован в приобретении продукта (идеи, брендов), доли рынка, технологии, каналов сбыта?
- Можно ли продать бизнес по частям? Будут ли заинтересованные покупатели, чем будет вызван их интерес, сколько они были бы готовы заплатить, и почему?
- Есть ли примеры стратегических покупок в отрасли или секторе, в которых работает компания; известны ли цена и условия покупок?

### 11.2.6.3. Выкуп

Основные вопросы будут связаны с тем, по какой методике компания оценивала бы долю инвестора, с использованием каких параметров и с привязкой к каким показателям работы компании; а также с какими параметрами, финансовыми коэффициентами и мультипликаторами (и каких компаний) следовало бы сравнивать данную компанию при выкупе доли инвестора.

### 11.2.6.4. Возврат на инвестиции

Основные вопросы будут связаны с тем, каким будет возврат на инвестиции (ROI, IRR) при реализации программы роста и различных вариантах выхода. Необходимо провести собственный анализ чувствительности показателей возврата на инвестиции в зависимости от уровня достижения компанией основных финансовых показателей по прогнозу и нескольким сценариям превышения или, наоборот, недостижения прогнозных показателей. Неизбежны вопросы о показателях возврата на инвестиции в другие компании отрасли или рынка.

### 11.2.7. Анализ операций и прогнозы

В основном вопросы будут связаны с используемыми в прогнозах предположениями, параметрами и методикой прогнозирования:

- Основные показатели.
- Анализ коэффициентов.
- Основные предположения при планировании.
- Финансовое состояние.
- Существенные обязательства.



### 11.2.7.1. Основные показатели

Венчурного инвестора будет интересовать объяснение динамики основных показателей в сопоставлении с аналогичными показателями конкурентов. Основные вопросы будут связаны с выполнением в прошлом прогнозов по прибыли и убыткам и подтверждением положительного характера изменений в работе компании.

### 11.2.7.2. Анализ коэффициентов

Вопросы по финансовым коэффициентам (ratios & margins) будут связаны прежде всего с их динамикой и неожиданными отклонениями в отдельные периоды – с целью достижения лучшего понимания работы компании, рисков и выявления возможной противоречивости отчетных и прогнозных данных. Потребуется сопоставление коэффициентов с общеотраслевыми или средними для сектора, в котором работает компания, объяснение отличий и динамики.

### 11.2.7.3. Основные предположения при планировании

Финансовая модель развития компании предусматривает множество параметров и переменных (как макроэкономических, так и отраслевых и специфичных для данной компании), и венчурный инвестор попытается понять, насколько оправданными и правдоподобными являются сделанные предположения о динамике этих параметров и переменных. Надо обратить внимание на каждый резкий скачок в динамике параметров, так как он может потребовать объяснения и обоснования. При использовании внешних источников данных необходима точная ссылка на источник.

#### 11.2.7.4. Финансовое состояние

Анализ баланса не будет основным вопросом, интересующим венчурного инвестора (если не используется долговое обеспеченное финансирование). Объяснения потребуются при наличии большого объема капитализированных НИР и ОКР, а также гудвила (goodwill) в балансе. В любом случае венчурный инвестор не будет учитывать капитализированные НИР и ОКР, а также гудвил в собственных оценках баланса компании, которые делаются для оценки ликвидационной стоимости компании.

#### 11.2.7.5. Существенные обязательства

Большинство венчурных инвесторов всегда обеспокоены наличием неявных существенных обязательств, и прежде всего таких забалансовых обязательств, как гарантии и поручительства за другие компании и лица, включая обязательства по закупке или реализации товаров по фиксированной цене, обязательства по долгосрочной аренде, и т.п.

#### 11.2.8. Финансовые отчеты

Можно ожидать множества вопросов по финансовым отчетам, результатам аудита, дочерним компаниям и подходу к консолидации. Кроме того, возможны вопросы по отдельным цифрам (как правило, выпадающим из общего ряда).

#### 11.2.9. Финансовый план и прогнозы

Можно ожидать вопросов по применяемой методике прогнозирования, сделанным допущениям и используемым параметрам. Будут вопросы о существенности показателей, выделении из них ключевых. Динамика роста не должна иметь скачков и

ступеней. Особенно неприемлемым, с точки зрения венчурного инвестора, выглядит падение показателей в первый год после инвестирования. Вместе с тем понятно, что по мере роста зрелости бизнеса коэффициенты доходности не могут находиться на одном уровне и имеют тенденцию к снижению. В распоряжение венчурного инвестора следует предоставить компьютерную модель, и с высокой долей вероятности можно предположить, что на ее основе будет проведен собственный анализ чувствительности модели и соответственно появятся вопросы в связи с его результатами.

### 11.2.10. Дополнительные материалы и приложения

Венчурный инвестор не сможет быть свободным от того, чтобы не привнести свое миропонимание и вкусы в отношении продукта или производства. При этом возможны любые неожиданные вопросы, к которым надо быть готовыми и относиться к ним снисходительно. Как уже говорилось выше, в дополнение к бизнес-предложению целесообразно иметь дополнительный пакет, одна часть которого будет приложена к предложению, а другая часть будет предоставлена по запросу венчурного инвестора, в том числе:

- Рекомендательные письма о бизнесе и их список с контактной информацией.
- Рекомендательные письма по ключевым менеджерам и их список с контактной информацией.
- Список банкиров, юристов, аудиторов, консультантов с контактной информацией.

- Список основных поставщиков с контактной информацией, ранжированный по объему.
- Список основных покупателей с контактной информацией, ранжированный по объему.
- Характеристика портфеля заказов с комментариями, ранжированная по объему.
- Список задолженностей, ранжированный по объему, копии кредитных договоров и проспектов эмиссий облигаций.
- Список просроченной дебиторской и кредиторской задолженности.
- Список договоров аренды, ранжированный по объему, копии арендных договоров.
- Справка налоговой инспекции о состоянии налоговой задолженности.
- Генеральное соглашение с профсоюзом.
- Основные трудовые соглашения.
- Развернутые резюме топ-менеджеров и ключевых сотрудников, их финансовые отчеты.

### 11.3. Первая встреча

Вероятной реакцией на получение бизнес-предложения будет звонок венчурного инвестора. После уточняющих вопросов он предложит встретиться. Некоторые венчурные инвесторы предпочитают первую встречу в своем офисе (чтобы сэкономить время), некоторые хотят сразу же понять больше о компании – и предлагают встречу в офисе компании. Офис венчурного инвестора может быть как роскошным, так и скромным, tradi-

ционным или в стиле «техно» – поэтому не стоит стесняться собственного офиса, каким бы он ни был. Встреча может проходить в кабинете или в специальной комнате для переговоров – значения это не имеет.

Первая встреча может занять от часа до пяти, а в среднем – два. В ходе встречи венчурный инвестор попытается понять предпринимателя как личность и на основе оценки личности попробует составить свое представление о предпринимателе. Венчурный инвестор заинтересован в том, чтобы впечатление было хорошим, многие из них верят в первое впечатление, поэтому первая встреча очень важна. Однако при изменении этого впечатления в ходе последующих встреч, как правило, меняются и условия сделки.

Венчурный инвестор по внешнему виду и поведению ничуть не отличается от других людей, работающих в офисе (банкиры, юристы, консультанты), и в пятницу он может оказаться в менее стандартной, но приличной одежде. Тот же подход может использовать и компания.

Основные для венчурного инвестора задачи встречи:

- Получить больше информации о бизнесе и бизнес-модели (как зарабатываются деньги).
- Получить возможность предварительно оценить будущих партнеров.
- Уточнить и согласовать основные черты структуры сделки.

Если до обсуждения структуры сделки дело не дошло – ответ на ваше предложение, скорее всего, отрицательный.

### 11.3.1. Презентация компании и бизнеса

Венчурный инвестор ожидает краткой устной презентации компании, бизнеса и сделки. Надо знать все, полно и в деталях, о компании и проекте – все то, о чем говорится в презентации компании и бизнес-предложении (отрасль, рынок, производство, маркетинг). Если знаний по каким-то вопросам не хватает, можно пригласить специалиста, как из состава компании, так и извне. В том, что в первой встрече участвуют несколько человек, нет ничего необычного. Если их участия в отдельные моменты не потребуется (например, при обсуждении условий сделки), это можно заранее оговорить с венчурным инвестором.

Презентация должна быть краткой и энергичной, так как медлительность и методичность, скорее, уместны для более зрелого бизнеса. Помните, что сейчас компания – продавец, который продает не только собственно компанию и план ее роста, но прежде всего свою команду. Успех компании зависит от энергии, воли, творчества, организаторских способностей и лидерства, и именно эти качества стоит если не продемонстрировать, то, во всяком случае, не скрывать. Не стоит казаться угрюмым или сердитым, так как это настроение часто путают с несчастьем, которой боятся все венчурные инвесторы. Оптимизм и легкий юмор никогда никому не мешали. Большинство венчурных инвесторов ищут людей, умеющих достигать успеха, и на встрече эти качества надо продемонстрировать и проиллюстрировать. Обычно сами венчурные инвесторы являются позитивными и оптимистичными по отношению к жизни вокруг, и именно на это и надо ориентироваться в ходе презентации. Стоит быть самим собой, но настроиться позитивно-агрессивно и продавать, продавать, продавать.

Большинство венчурных инвесторов не любят профессиональных презентаций со слайдами. Лучше давать фото продукта

и/или производства (отдельные или сброшюрованные) или образец прямо в руки. Потом их можно забрать, потому что они нужны только для того, чтобы венчурный инвестор посмотрел, как это выглядит. Вместо слайдов полезно делать простые рисунки и схемы на бумаге.

### 11.3.2. Кого любят и ищут венчурные инвесторы

Обычно венчурные инвесторы ищут в предпринимателе проявления семи базовых характеристик:

- Честность.
- Способность к достижению результата.
- Энергичность.
- Ум.
- Знания.
- Способность к лидерству.
- Творческие способности.

Понятно, что идеальных людей не бывает, но предприниматель должен соответствовать по крайней мере нескольким из базовых характеристик, так как слабость в одном качестве может быть скомпенсирована силой в другом. Тем не менее важны все семь, и можно попытаться заняться самоанализом, чтобы выявить свои сильные и слабые стороны. Если, например, не хватает знаний, то можно нанять отраслевого эксперта, если не хватает творческих способностей – можно пригласить в команду творческую личность или обратиться к консультантам. Без честности и способности достигать результата не обойтись, и управленческая команда в целом должна покрывать все базовые характеристики.

### 11.3.2.1. Честность

Каждый венчурный инвестор хочет работать с честными партнерами, хотя некоторые из них полагают, что нечестный сможет украсть для них денег.

Честность представляет собой сочетание нескольких факторов:

- Прямота – способность говорить правду.
- Верность – соблюдение условий договоренностей.
- Преданность – выполнение взятых на себя обязательств.
- Справедливость – способность играть по правилам, чисто и честно.

Обратите внимание на то, что совестливость в этом списке отсутствует.

В отношениях с венчурных инвестором надо помнить о честности и ее составляющих и строить отношения доверия на основе демонстрации честности.

### 11.3.2.2. Способность к достижению результата

Венчурный инвестор хотел бы верить в силу желания предпринимателя достичь результата. Ему нравится отношение предпринимателя к деньгам как к мерилу успеха работы. Для него важен не результат сам по себе, а результат, нашедший выражение в деньгах. Необходимо продемонстрировать, что заинтересованность «сделать деньги» вытекает не из жадности, а потому, что деньги – это «универсальный измеритель», которым компания оценивает свои показатели. Если не продемонстрировано это качество, инвестиций, вероятнее всего, не будет.



### 11.3.2.3. Энергичность

Предпринимательство всегда требует больших затрат энергии, и без изрядного количества физической и душевной энергии бизнес-предложение не будет реализовано. Физическая и душевная энергия необходима для того, чтобы работа была сделана, задача – решена, поставленная цель – достигнута. У команды должны быть силы завершить результатом годы усилий по выполнению плана. Нужно продемонстрировать способность к тяжелой работе, стремление, энтузиазм и инициативу. Венчурный инвестор должен понять, что члены команды обладают упорством в желании достичь цели и готовы посвятить этому годы. Венчурный инвестор хочет поддерживать не упряма, а того, кто взял на себя обязательства и достаточно энергичен для того, чтобы реализовать проект.

### 11.3.2.4. Ум (мышление)

Венчурный инвестор хочет быть уверен, что топ-менеджеры компании умны. Под умом, как правило, понимаются способности к логическому мышлению, пониманию сложных ситуаций и способность к их анализу, рассуждению и нахождению правильных решений. Понятие также включает в себя способность оценивать риски с точки зрения их приемлемости по отношению к возможному результату. Дипломы, как правило, подтверждают наличие ума, но ум может быть и без всяких дипломов. Измерить и оценить ум, требующийся для занятия предпринимательством, невозможно, и венчурный инвестор будет пытаться судить об уме членов команды в ходе беседы с ними на основе ответов на задаваемые вопросы.

### 11.3.2.5. Знания

Когда речь идет о знаниях, для венчурного инвестора важнее не образование, а опыт, полученный в результате удач и неудач. Также важно хорошее понимание отрасли, сектора, и используемых в них бизнес-моделей. Главное – определить, достаточно ли у команды знаний для того, чтобы сделать деньги в данном конкретном случае.

### 11.3.2.6. Способность к лидерству

Лидерству обучают в бизнес-школах, однако это редко делается с позиций роли лидерства в предпринимательстве. В числе качеств лидерства, необходимых, с точки зрения венчурного инвестора, для того, чтобы стать центром притяжения в небольшой компании, можно назвать:

- Смелость в принятии личной ответственности за всю компанию.
- Смелость в принятии риска и способность работать в трудных условиях, когда дела пошли не так, как планировалось.
- Уверенность в себе и положительное отношение к другим, а также некоторая доля самодостаточности.

Венчурный инвестор попытается понять, способны ли топ-менеджеры:

- Задавать стандарты себе и другим и следовать им.
- Идентифицировать проблемы и изменять стратегию, если это необходимо для обеспечения прибыли.

- Делать работу самому или, предпочтительно, – поручая другим.

Лидер не должен быть самоуверенным или эгоцентричным, отказываясь от «лакейской» работы или решения проблем, которые «ниже его достоинства».

#### 11.3.2.7. Творческие способности

О необходимости наличия творческих способностей для успешного предпринимательства часто забывают. Венчурный инвестор захочет быть уверенным в творческом потенциале и способностях команды к решению проблем, а также в наличии новых и необычных подходов к ситуации, оригинальности, которая делает ее исключительной.

#### 11.3.3. Чего не следует говорить

Переговоры могут занять несколько часов, в течение которых можно расслабиться и сказать лишнее. Существует список тем, которые не следует затрагивать в начальный период переговоров:

- Большие планы.
- Отношение к бизнесу.
- Ложь.

##### 11.3.3.1. Большие планы

Надо сконцентрироваться на данном бизнес-предложении по решению определенной задачи и достижению поставленной цели, а не обсуждать все планы на будущее. Грандиозные планы могут отпугнуть венчурного инвестора, создать впечатление,

что компания управляется мечтателями. Планы в области других продуктов, слияний и поглощений, не связанных с данным предложением, также лучше держать при себе, так как они только отвлекут венчурного инвестора от того, что описано в предложении, и создадут впечатление, что руководство компании разбрасывается и не концентрируется.

### 11.3.3.2. Отношение к бизнесу

Никогда не стоит говорить о том, что задачей компании и предпринимателя является что-то иное (самореализация, независимость в решениях и действиях, социальная роль и т.п.), кроме как заработать денег для компании и, по необходимости, – для венчурного инвестора. Понятно, что такой подход выставит личность членов команды несколько односторонней, но он гарантирует, что компания не встретит проблем из-за несходства жизненных позиций и шкалы ценностей с венчурным инвестором.

### 11.3.3.3. Ложь

Существует два уровня нечестности:

- Построенная на противоречии, когда предприниматель рассказывает венчурному инвестору, что он знает, как обмануть других, и готов поделиться «заработанным».
- То, что называют в бизнес-школах «ложь во спасение» или «белая ложь» (constructive deception), когда делается правдоподобное негативное утверждение, не соответствующее действительности и скрывающее истинный ответ.

Если в переговорах сторона избегает ответа на вопрос, хотя договоренность об ответах на вопросы подразумевается самим

согласием на участие во встрече, или если прямого отказа отвечать нет, но есть ответы в виде общих фраз, то создается впечатление, что ничего страшного не происходит. Это не так – любая ложь может раскрыться, и тогда сделке конец.

### 11.3.4. Чего не следует делать

Как правило, у каждого венчурного инвестора сформировался список того, чего он не любит, который обычно включает в себя:

- Уход от ответа на вопросы, общие ответы на конкретные вопросы.
- Скрытие существенных проблем.
- Приход на переговоры с юристом.
- Оказание давления в целях немедленного принятия решений.
- Негибкость в вопросах цен и оценок.

#### 11.3.4.1. Уход от ответа на вопросы, общие ответы на конкретные вопросы

У венчурного инвестора, как правило, имеется большая практика, и отсюда опыт в задавании вопросов (или даже в проведении допросов). Он всегда чувствует, когда собеседник уклоняется от ответа, и умеет выявлять противоречия в ответах. На прямые вопросы необходимо отвечать прямо; если вопрос непонятен, лучше уточнить его, а не отвечать пространно.

#### 11.3.4.2. Соккрытие существенных проблем

Не следует пытаться скрыть проблемы, существующие в компании. Они все равно проявятся, а доверие будет потеряно. Если венчурный инвестор спрашивает о потенциальных проблемах, никогда не следует отвечать, что проблем быть не может – проблемы могут появиться всегда и везде. Лучше дать анализ нескольких вариантов, оценить их вероятность и возможных путей их решения.

#### 11.3.4.3. Приход на переговоры с юристом

Юристы всегда в воинственном настрое, научились спорить, и это стало их профессией. Юристы любое дело рассматривают с точки зрения возможных проблем и того, какой ущерб может быть нанесен клиенту, как его избежать или компенсировать. Поэтому венчурные инвесторы не любят юристов до того момента, когда достигнутые договоренности по сделке должны будут приобрести твердую юридическую форму обязательств сторон.

#### 11.3.4.4. Оказание давления в целях немедленного принятия решений

Такое давление только нервирует венчурного инвестора, да и решения обычно им только готовятся, а принимает их инвестиционный комитет. Лучше строить диалог о требуемых решениях в такой форме: «Предположим, что все мои предложения верны, тогда о каких условиях может идти речь?». Если венчурный специалист не готов – можно самому предложить условия и понаблюдать за его реакцией. Для первой встречи достаточно, если будет выявлена реакция на предложения (положительная или отрицательная) и определены общие параметры сделки.

#### 11.3.4.5. Негибкость в вопросах цен и оценок

Негибкость в вопросах цен и оценок, как правило, гарантирует, что сделки не будет. Существует множество возможных структур и условий финансирования, которые можно обсуждать и дорабатывать для нахождения компромисса, устраивающего обе стороны. Переговоры означают не только требования, но и уступки, даже при достижении договоренностей они могут быть модифицированы или пересмотрены. Если условия не устраивают, лучше объявить, что позиция партнера понятна, взять тайм-аут, обдумать пути решения проблемы и провести переговоры снова. Нередко в ходе переговоров позиции могут оказаться лучше, чем первоначально предполагалось в бизнес-предложении.

#### 11.3.5. Техника переговоров

Существует множество подходов к технике переговоров. В отличие от многих других переговоров, когда после их завершения стороны расходятся, в случае инвестиции сторонам придется тесно работать и «жить» вместе в течение длительного срока. Поэтому техника переговоров, основанная на принципе «победы», не работает, так как она расстроит будущие отношения. В венчурном бизнесе существует «золотое правило»: тот, у кого в руках «золото», устанавливает порядки. При этом осознается, что «золото», которое в ходе переговоров находится в руках у венчурного инвестора, переходит в руки инвестируемой компании после заключения сделки. Поэтому следует слушать друг друга, и не надо стесняться в отстаивании своих интересов. Если встретился жесткий, бескомпромиссный венчурный инвестор – лучше уйти сразу.

## Лекция 12.

# Встречи и переговоры по условиям сделки

### 12.1. Оценка компании венчурным инвестором

В число переменных, которые венчурный инвестор использует при оценке компании, входят:

- Инвестиции, сделанные предпринимателем и другими акционерами.
- Потенциал доходности.
- Риск потерь.
- Потребность в дополнительных средствах.
- Способ выхода из инвестиции.

#### 12.1.1. Инвестиции, сделанные предпринимателем и другими акционерами

Венчурного инвестора интересует соотношение его инвестиций и денег, вложенных другими инвесторами и акционерами. Если они вложили немного, то для инвестора их значение в бизнесе будет небольшим.

Возможности инвестирования со стороны предпринимателя, как правило, невелики и складываются из того, что принесет вторая закладная на дом или необеспеченный (бланковый) банковский кредит. Венчурный инвестор понимает, что предприниматель



вкладывает «мозги» и «пот и кровь», понимает, что в случае неудачи пострадает его репутация и он потеряет несколько лет жизни, однако он хотел бы, чтобы эти потери предпринимателя имели и экономическую сторону. Для этого потребуются инвестиции со стороны предпринимателя в финансовой форме или предоставление обеспечения для венчурного инвестора, например, в виде машин и оборудования или закладной на дом.

Пока еще не существует всеми принятого и признанного научного метода оценки компании и распределения долей собственности в ней – и то и другое определяется в процессе переговоров между предпринимателем и венчурным инвестором путем торга. Если венчурный инвестор верит в предпринимателя, а риск убытков достаточно мал, то доля предпринимателя может оказаться достаточно высокой. Поэтому важно представить основательное бизнес-предложение и произвести на венчурного инвестора впечатление агрессивного, инициативного, энергичного и умного предпринимателя.

### 12.1.2. Потенциал доходности

Потенциал доходности (upside potential) зависит от величины возврата на вложенный капитал (ROI) и внутренней нормы доходности (IRR), а также от вероятности и своевременности достижения прогнозов. Обсуждаемый горизонт редко превышает пять лет. Любые выявленные негативные факторы приведут к снижению доли предпринимателя в компании в ходе переговоров, а позитивные – к росту. Удвоение стоимости компании за пять лет означает всего лишь 15% IRR, утроение – 25% IRR, увеличение в 4 раза – 30% IRR, увеличение в 5 раз – 38% IRR, увеличение в 7 раз – 48% IRR, увеличение в 10 раз – только 58% IRR. Проблема в том, что с каждым следующим годом получить высокую внутреннюю норму доходности на сделанные инвестиции все труднее.

В зависимости от этапа, на котором находится компания, ожидаемый венчурным фондом возврат на инвестиции, как правило, изменяется. Самым высоким он должен быть на первых стадиях инвестирования, а потом снижается (стартап – 75–100% IRR, первая стадия – 40–60% IRR, вторая стадия – 30–40% IRR, третья стадия – 20–30% IRR, реструктуризация – 50% IRR, выкуп – 30–50% IRR). Венчурный инвестор, скорее всего, вообще не станет инвестировать, если ожидаемый доход ниже 20% IRR, ведь ему необходимо покрыть накладные расходы, а иногда и проценты по займам фонда.

Венчурные инвесторы заинтересованы в высоком возврате и стремятся минимизировать потери. Если шансы успеха – 50%, то требуется очень высокая доходность, чтобы инвестиция была сделана. Обычно вероятность неуспеха не должна составлять более 20%.

Ни один венчурный инвестор, осуществляя инвестицию, как правило, не оценивает риск как высокий. Поэтому в основном венчурные фонды являются среднедоходными, и на три высокодоходных приходится не менее семи среднедоходных фондов. Нулевой доход – это тот минимум, на который согласен венчурный инвестор.

### 12.1.3. Риск потерь

Существует вероятность потерь (downside risk) из-за закрытия компании и ликвидации активов. Чем выше эта вероятность, тем на большей доле будет настаивать венчурный инвестор. Этот риск очень трудно измерить и оценить. В силу того что акционеры стоят последними в очереди кредиторов, элиминировать риск можно только с использованием обеспечения и специального структурирования сделки. В качестве обеспечения могут служить земля, здания и сооружения и оборудование. Другим

видом обеспечения могут стать патенты, торговые марки или права долгосрочной аренды. И в первом, и во втором случае потребуется их оценка независимым оценщиком. Наряду с обеспечением могут применяться личные и корпоративные гарантии. При структурировании могут использоваться привилегированные акции, конвертируемый долг и другие инструменты.

#### 12.1.4. Потребность в дополнительных средствах

Доля венчурного инвестора непосредственно зависит от объема средств, привлекаемых в данном и следующих раундах финансирования, и поэтому венчурный инвестор будет стремиться понять потребность в привлечении средств до момента ожидаемого выхода из компании. Понятно, что чем сильнее ожидаемое размывание доли венчурного инвестора при следующих раундах финансирования, тем выше должен быть изначальный объем этой доли. Для решения задачи привлечения дополнительных средств возможны два решения:

- Привлечь средства единовременно в объеме, которого хватит вплоть до IPO или продажи стратегическому инвестору (применяется все чаще и чаще).
- Привлекать средства в ходе заранее определенных и согласованных траншей финансирования, соответствующих оговоренным этапам в жизни компании (milestones).

В первом случае риск потерь растет, а во втором – требуется тщательный анализ потока наличности.

### 12.1.5. Способ выхода из инвестиции

IPO, как правило, обещает более высокую и понятную для инвестора стоимость компании, чем продажа стратегическому инвестору, и чем выше вероятность IPO, тем меньшей долей удовлетворится инвестор, и наоборот. Нельзя забывать, что венчурный инвестор всегда заинтересован в продаже своей доли, какой бы она ни была (даже контрольной), поэтому предпринимателю не о чем беспокоиться: возможность выкупить долю инвестора будет у него всегда – в виде «права на сделку» (first refusal right) или опциона.

Предпринимателя не должно тревожить получение венчурным инвестором контроля над компанией – в любом случае он не заинтересован диктовать менеджменту компании, что делать (за исключением кризисных ситуаций), не имея на это ни времени, ни желания, ни умения, ни опыта. В конце концов, весомая доля денег, которые инвестор платит за свою долю в компании, тратится на приобретение существующей команды менеджеров.

## 12.2. Оценка результатов переговоров

Если по результатам переговоров у руководителей компании возникло впечатление, что компания получит меньше, чем придется отдать, то работу с венчурным инвестором по сделке стоит на время прекратить, так как в противном случае все равно ничего хорошего не получится, но отношений не прерывать, а взять паузу. Можно попробовать провести переговоры с другими венчурными инвесторами, а также обсудить сделку с брокером, аудитором, банкиром, консультантами. Может оказаться, что условия не так уж и плохи, и к сделке стоит вернуться.

Следует иметь в виду, что понимание предпринимателем достигнутых договоренностей может существенным образом отличаться от их понимания венчурным инвестором, и договоренности следует зафиксировать в письменной форме в виде письма-обязательства (commitment letter), перечня условий (term sheet) или инвестиционного меморандума (investment memorandum).

## Лекция 13.

### Формализация условий сделки

Структурированная сделка означает, что форма организации деловой операции зафиксирована в правовом соглашении, устанавливающем отношения между различными сторонами, имеющими интерес в данной операции. Хорошо структурированная сделка должна соответствовать целям всех участников сделки и устанавливать баланс соотношения риск/доходность. Обычно лучше всего структурированные сделки бывают простыми, требуют минимального участия юристов, учитывают интересы всех участников сделки и содержат оговорки в отношении всех вариантов возможного развития событий. К сожалению, в России и СНГ, как и в Центральной и Восточной Европе, даже хорошо структурированная сделка далеко не всегда бывает успешной.

Поскольку реально существует множество деловых операций, под «сделками» здесь будем понимать два их типа:

1. Инвестиция венчурного капитала развития (expansion capital) в компанию, которая уже определенное время существует, имеет доход (если не прибыль) и принадлежит в основном тем, кто этой компанией управляет.
2. Приватизация государственного предприятия (для чего также может потребоваться капитал развития).

#### 13.1. Задачи и интересы

Чтобы определить цену и структуру сделки, нужно знать цели и задачи, которые преследуют ее различные участники. Цель инвестора – получить максимальный доход (с учетом риска) и

хеджировать существующие риски при помощи финансовых инструментов, механизмов контроля, и, возможно, через привлечение финансовых или корпоративных соинвесторов.

Предприниматели и/или менеджмент (управляющая команда), с другой стороны, желают минимизировать размывание своей доли акционерного капитала и сохранить максимальную свободу действий, т.е. сохранить за собой контроль над компанией, получив все, что сулит сделка.

Когда в сделке участвуют только две стороны (управляющая команда и инвестор), нахождение компромисса зависит от понимания сторонами того, чьи позиции в переговорах относительно сильнее. Может остаться какое-нибудь расхождение по поводу способа выхода из инвестиции, но обычно обе стороны объединяет одно стремление – повысить стоимость компании после инвестирования.

## 13.2. Правовые структуры

На структуру сделки значительное влияние оказывают также используемые в данной стране организационно-правовые формы и ресурсы. В странах Центральной и Восточной Европы кодексы законов в лучшем случае копируют германскую структуру корпоративного управления с исполнительным органом (правлением) и наблюдательным советом. Такая структура дает менеджерам почти полную свободу действий в плане заключения договоров от имени компании, а акционеры получают некоторые возможности на уровне общего надзора, при очень незначительных возможностях влиять на текущую деятельность компании. Венчурному инвестору, привыкшему к англо-американской системе возможностей и полномочий совета директоров, такое разделение полномочий понять

трудно. Англо-американский совет директоров является форумом для возможно более тесного сотрудничества акционеров и менеджеров, если дела идут хорошо, но также дополнительно позволяет ограничить возможности исполнительного органа связывать компанию обязательствами, чтобы вероятность того, что никто не заметит ухудшения дел, была минимальной.

Учитывая ориентацию постсоветского корпоративного законодательства в странах СНГ на англо-американскую систему, у венчурных инвесторов в России и СНГ с точки зрения правовой структуры, как правило, проблем меньше, чем в Восточной и Центральной Европе.

### 13.3. Оценка стоимости

Венчурному инвестору приходится рассчитывать текущую стоимость в контексте той будущей стоимости, которую можно будет реализовать при выходе из инвестиции, и на фоне вероятности достижения при выходе прогнозируемых финансовых результатов компании. Это попытка определить и измерить возможные риски, включая вероятность их появления и размах возможного ущерба, так же как страхование от рисков, которые невозможно заранее ни определить, ни измерить. Первая задача сделки, связанной с венчурными инвестициями, – прийти к соглашению по поводу стоимости компании, которая на момент инвестирования может иметь очень низкие показатели доходности и прибыльности.

Эта задача – постоянный вызов для венчурных инвесторов во всем мире, потому что предприниматель (или иной искатель инвестиций) обычно видит эту стоимость примерно такой, какой она могла бы стать, по мнению инвестора, примерно через пять лет, если все инвестиции пройдут успешно. Нынешний владелец



видит лишь возможный положительный результат и полагает, что все пройдет отлично, все риски удастся преодолеть, так что приличный доход инвестора он считает примерно таким, какой пришлось бы заплатить за заем в банке. Инвестор же по своему опыту знает, что все может кончиться плохо. А согласно «закону Мёрфи», если существует вероятность, что может случиться какая-нибудь неприятность, то она непременно произойдет. При этом в России, странах СНГ, Центральной и Восточной Европе иногда говорят, что Мёрфи был оптимистом. Дело в том, что в этих странах существуют некоторые крупные риски, которые не считаются таковыми в условиях развитого рынка капиталов и поэтому часто вообще не учитываются в структуре сделок в Западной Европе или США, а в сделках, структурируемых в России, СНГ, Центральной и Восточной Европе, не могут не учитываться.

#### 13.4. Влияние источника финансирования на планируемую доходность

Венчурный инвестор или управляющий венчурного фонда – лишь один из множества финансовых посредников, действующих на мировом рынке. В этом качестве они мобилизуют капитал у различных инвесторов, в основном – институциональных, которые надеются, что доходность на международном рынке венчурных и прямых инвестиций будет более высокой, чем можно получить при более низком риске на рынке инвестиций у себя дома. Эта разница в уровнях доходности дома и на развивающихся рынках рассматривается как премия за риск, который принимает (или думает, что принимает) на себя инвестор. Чтобы мобилизовать капиталы для инвестиций, управляющие фондами в России, странах СНГ, Центральной и Восточной Европе должны убедить своих инвесторов, что здесь доходность может быть более значительной, чем на местном

венчурном рынке стран, из которых поступают инвестиции в фонды.

Большая часть венчурного капитала развитых рынков имеет местное происхождение. Рынки капиталов в России, СНГ, Центральной и Восточной Европе пока не достигли такой стадии развития. Более того, активность государства по поддержке становления и развития венчурной индустрии в виде бюджетных субсидий и инвестиций в фонды при низком ожидаемом возврате часто ведет к снижению частных инвестиций из местных источников, так что в обозримом будущем приток туда иностранных частных капиталов должен считаться нормой.

Кроме того, ожидаемый доход от венчурного инвестирования в России, странах СНГ, Центральной и Восточной Европе должен быть выше дохода от инвестиций на биржевом фондовом рынке в этих странах (если он существует и развит в стране, где венчурный инвестор собирается инвестировать) или в недвижимость. Это так называемая премия за отсутствие ликвидности (известно, что прямые акционерные инвестиции, в отличие от инвестиций на биржевых фондовых рынках, неликвидны) или за более высокие риски. При этом надо иметь в виду, что местный фондовый рынок или недвижимость на достаточно длительных промежутках времени (год-два) могут демонстрировать крайне высокую доходность инвестиций, которая и не снилась многим венчурным фондам.

Венчурный капитал для институциональных инвесторов – это «альтернативный» класс активов. В свою очередь, среди этих альтернативных активов имеется всего лишь небольшая подгруппа, которую предполагается использовать на «международных» или «развивающихся» рынках. Поэтому незначительный объем средств, выделяемый для использования в качестве

венчурного капитала на развивающихся рынках, требует от венчурных фондов обещаний весьма высоких ставок отдачи на вложенный капитал. Например, еще в 1997 г. многие крупные инвесторы продемонстрировали доходность более 25% годовых в каждом из предшествующих двух лет на фондовом рынке США. На рубеже веков, до того как лопнул «интернет-пузырь», доходность была еще выше, и, несмотря на кризис на рынке акций высокотехнологических компаний начала 2000-х годов, уже к 2007 г. венчурные инвестиции вновь достигли высоких показателей доходности, чтобы вновь упасть в 2008 г.

### 13.5. Принятие рисков и их последствия

Сомнения крупных инвесторов в отношении целесообразности инвестирования в венчурные фонды, работающие в России, СНГ, Центральной и Восточной Европе, не уменьшаются. Известный авторитет в экономике развивающихся стран Малькольм Харпер пишет: «Схемы инвестиций венчурного капитала, которые принесли успех в США, не подходят для финансирования предприятий в развивающихся странах. Неискушенному предпринимателю трудно понять различие между своей собственной инвестицией и той, которую он делает на заемные средства. Различие между краткосрочным и долгосрочным финансированием еще больше усложняет дело. А когда дело доходит до внешнего акционерного капитала и связанной с ним необходимости в регистрации акционерного общества, разделения ответственности и выплат дивидендов, непосильность задачи становится очевидной». Можно возразить, что в России, СНГ, Центральной и Восточной Европе существенные возможности возникают в «переходной» экономике, а не в той, что характерна для развивающихся стран. Приведенные автором характеристики предприятий и инфраструктуры, не говоря уже о психологии нынешних владельцев бизнеса, мало чем отлича-

ются от того, что происходит в развивающихся странах. Поэтому инвесторы фондов, работающих в России, СНГ, в Центральной и Восточной Европе, требуют от управляющих фондами проявлять большую предприимчивость при формировании инвестиционного портфеля – так, чтобы по крайней мере отдельные инвестиции имели IRR намного выше, чем в среднем по портфелю, чтобы компенсировать риски вероятных неудач.

### 13.6. Возможные пути выхода из инвестиции

Хотя по времени выход – это последний элемент венчурного процесса, с ним следует разобраться на самой начальной стадии анализа возможности инвестирования. Самым главным фактором, влияющим на определение нынешней стоимости компании, оказывается ее возможная стоимость, которую удастся получить в будущем при выходе. Учитывая незрелость и недостаточную ликвидность большинства фондовых рынков России, СНГ, Центральной и Восточной Европы в отношении небольших компаний, трудно найти инвестора, который стал бы рассчитывать не только на то, что удастся вывести компанию на местный фондовый рынок, но и на то, чтобы продать ее через относительно небольшой промежуток времени. Кроме того, дефицитность рынка капиталов в этих странах, которая дает возможность приватизировать компании по вполне привлекательным ценам, не позволяет менеджерам самим финансировать сделку выкупа (LBO, MBO, MBI), как у государства, так и у инвестора.

Оба эти фактора ослабевают по мере развития фондовых рынков и рынка капиталов и могут стать еще менее критичными в будущем. Сегодня же, особенно в условиях кризиса, инвестору необходимо с осторожностью относиться к расчетам доходности, основанным на коэффициентах, нормальных для развитых

фондовых рынков или бирж типа NASDAQ, AIM или рынка EASDAQ, с появлением которого в начале 2000-х годов связывались большие надежды на улучшение в Европе положения с выходами. То же самое относится к показателю P/E, который может быть взят на биржах России, СНГ, Центральной и Восточной Европы.

Сказанное означает, что инвестору работающих в России фондов нужно признать, что наиболее реальным путем выхода является прямая продажа бизнеса – обычно стратегическому инвестору из той же отрасли промышленности. Единственным же путем максимизировать цену выхода в отсутствие возможности осуществления выхода через биржевой фондовый рынок – это быть относительно уверенным в том, что претендовать на приобретение компании будут двое или больше покупателей. Если такой выход можно предвидеть с самого начала, это неизбежно скажется на оценке сделки и на ее структуре.

Оценка станет явно привязанной к тем финансовым коэффициентам, которые представляются наиболее реалистичными в данной отрасли. Можно хотя бы попытаться выявить какие-то международные сделки по приобретению компаний в этой отрасли и уточнить параметры таких сделок. Если сделать это не удастся, то это может означать, что в данной отрасли приобретения осуществляются значительно реже, чем хотелось бы инвестору. Если в этой отрасли существуют котируемые на международных биржах компании, то инвестор хотя бы сможет определить уровень цен, при которых потенциальная сделка купли-продажи окажется невыгодной.

Важнейшим структурным элементом сделки может быть право требования продажи контрольного пакета или всей компании в случае появления привлекательного предложения у венчурного фонда. Такое право требовать, чтобы остальные акционеры

осуществили выход вместе с венчурным инвестором (drag-along rights), часто бывает условием инвестирования, жестко отстаиваемым на переговорах. Здесь может появиться расхождение с другими финансовыми инвесторами по поводу того, что значит «привлекательное предложение», поэтому в оговорке может понадобиться зафиксировать определенную минимальную цену, при которой может быть использовано право требования продажи всей компании.

Когда остальными акционерами являются учредители и менеджеры компании, на переговорах лучше занять более мягкую позицию. Венчурный инвестор должен ясно понимать и признавать мотивацию таких акционеров – если существует четкое намерение «построить» компанию, чтобы затем передать ее своим детям, то никакие юридические оговорки не смогут защитить инвестора. Например, в сделках, в которые вовлечена собственность государства, в том числе, когда государство остается собственником части акций, может оказаться, что механизм принудительной продажи просто невозможно применить, ибо может существовать законодательное установление, требующее от государства проведения открытого тендера, прежде чем продать свою долю, даже если это всего одна акция. Здесь нужна особая изобретательность, потому что никакому инвестору не хочется оставлять за государством право препятствовать сделке. Государство как бы получает возможность «задержать» инвестора и получить с него дополнительные средства, которые могут выйти далеко за пределы, согласованные при первоначальной оценке стоимости.

### 13.7. Этап развития компании и тип сделки

Пока еще в России, СНГ и странах Центральной и Восточной Европы зарегистрировано немного сделок, направленных на

развитие новых технологий, существенно больше – в Западной Европе, но чаще всего сделки, нацеленные на использование венчурного капитала для развития новых технологий, встречаются в США. Все, кто делает ставку на стратегию развития в России, СНГ, Центральной и Восточной Европе, часто формулируют свое кредо в форме афоризма: «Прилив поднимает все корабли». Но они редко вспоминают, что быстрый прилив может разбить плохо подготовленные к этому корабли о прибрежные скалы.

Хотя многие правовые и структурные оговорки в документах по сделке могут умерить тревоги инвестора, на его оценку стоимости компании должны влиять и некоторые особые факторы. На более развитых рынках или там, где имеется более солидный опыт действий на свободном рынке, инвесторы часто ищут менеджеров, которые «делали это раньше». Идея проста: если эта команда делала деньги для других инвесторов тем, что «отстраивала» компанию должным образом и осуществляла удачный выход, они смогут сделать это снова. В России, СНГ, Центральной и Восточной Европе в течение долгого времени была ситуация, когда никто «не делал этого раньше». Все делают это в первый раз, а это означает высокие риски, которые требуют больших дисконтов. Это – с точки зрения инвестора. Но с точки зрения предпринимателя, все совсем не так: до сих пор все шло вполне прилично, так что нечего опасаться каких-то провалов, а поэтому – никаких скидок инвестору. Сейчас ситуация изменилась, появился первый опыт, но это значит, что переговорные позиции инвесторов ослабли, а позиции компаний, заинтересованных в инвестициях, напротив, окрепли.

Чтобы разрешить такое противоречие, нужно составить весьма «хитрую» структуру сделки. Например, если предприниматель полностью уверен, что особых препятствий для реализации бизнес-плана нет, то инвестор может включить в структуру

сделки возможность «отыграть назад» (earn-back) или предусмотреть опцион на выкуп части акций инвестора в одном из двух случаев:

1. При достижении показателей, которые свидетельствуют о росте стоимости компании, соответствующем бизнес-плану или превышающем его.
2. В случае достижения инвестором ликвидности и определенной внутренней нормы доходности.

### 13.8. Этапы развития рынка капитала

Все бóльшие различия возникают между разными странами из-за неодинаковых темпов развития, а значит – уровня зрелости их финансовых и информационных рынков, действующих структур права и правоприменения, а также механизмов принуждения.

Еще один важный фактор – положительное или отрицательное отношение общества к роли бизнеса и инвесторов на фоне его отношения к роли государства в деле управления и контроля над бизнесом, а также к тем случаям, когда государство выступает главным действующим лицом в предпринимательстве. В конечном итоге государство признает (ворчливо или восторженно) такое разделение ролей. Такое признание затем воплощается в различные правовые или регулирующие структуры, а также в то, что с меньшей определенностью именуют «практикой», при этом все эти структуры существенно определяют возможности ведения венчурного бизнеса.

«Звездная» доходность на любом рынке связана с низкой эффективностью рынков капитала и информации, в особенности со способностью управляющих фонда свободно распоряжаться капиталом в условиях его дефицита на рынке, а также разумно



направлять инвестиции, пользуясь поступающей к нему по частным каналам информацией. В России, некоторых странах СНГ и Центральной Европы уже были случаи обратной ситуации, когда «слишком много денег гонялись за слишком малым числом сделок», с уровнем цен на активы, который никак не соответствовал реальным рискам и доходности. Венчурный инвестор должен уметь «переждать» такие неблагоприятные циклы. К счастью, нынешнее положение в Центральной и Восточной Европе таково, что эти «пузыри» быстро лопаются, и оценка стоимости сделок возвращается в более логичное состояние.

### 13.9. Методы оценки

В самом простом случае компания с постоянным доходом в консервативной отрасли производства, скорее всего, будет оценена по коэффициенту ее денежного потока, дисконтированному на соответствующую процентную ставку (финансовый фактор), и с учетом рисков, которые, по мнению инвестора, могут привести к недостижению ожидаемой доходности. Сюда включаются «страновые риски», такие как политические и валютные факторы, и риски самой компании, такие как ликвидность и владение неконтрольным пакетом акций (контроль недостаточен).

Поскольку разные отрасли производства имеют различную динамику развития, были разработаны различные «правила большого пальца», которые позволяют инвестору «прикинуть на глазок» и выразить свое отношение к той или иной компании из конкретной отрасли производства. Часто для приблизительной оценки используется коэффициент P/E, однако нередко этот прием бывает трудно использовать в странах, где в связи с

особенностями бухучета необходимо существенно корректировать доходы.

Если предполагается такой способ выхода, как приобретение доли инвестора какой-нибудь международной компанией, выступающей стратегическим инвестором, то лучше всего будет узнать, в какую стоимость оценивались приобретаемые компании в других странах и какие модели оценки стоимости применялись. К примеру, при приобретении финансовых учреждений оценка обычно выводится из отношения цены к чистой балансовой стоимости активов. Оптовые компании, с другой стороны, лучше оценивать по отношению цены к объему оборота.

Задача венчурного инвестора – определить, в каких временных рамках и после преодоления каких препятствий инвестируемая компания станет привлекательной целью для будущего покупателя и как вероятнее всего будет измеряться ее стоимость в конечной точке, и тогда можно будет оценить ее стоимость на момент инвестирования.

### 13.10. Оформление результатов договоренностей

Согласованные на переговорах условия сделки должны получить формальное воплощение в виде документа, который может называться «письмом-обязательством» (commitment letter), «перечнем условий» (term sheet) или «инвестиционным меморандумом» (investment memorandum). Названия эти произвольные и их точная формулировка не имеет значения. Их основной смысл – зафиксировать достигнутые договоренности на простом деловом языке без использования «юридического жаргона».

Многие венчурные фонды и компании избегают таких документов, и некоторые из них не будут готовы подписать условия сделки до того момента, пока они не приняли форму юридически обязывающих (binding) документов. Делается это для того, чтобы предприниматель не мог воспользоваться этим документом при переговорах с другими потенциальными инвесторами, и/или из-за нежелания связывать себя, имея намерения в дальнейшем ужесточить условия сделки.

В любом случае следует настаивать на получении от венчурного фонда письма об обязательствах, условиях сделки или инвестиционного меморандума, которые могут иметь форму как длинного, так и короткого документа. Главное, они должны содержать выраженные в понятной и однозначно трактуемой форме все существенные моменты и условия сделки, с тем чтобы на этой основе могли быть подготовлены юридически обязывающие документы.

### 13.11. Письмо-обязательство, Перечень условий, Инвестиционный меморандум

Письмо-обязательство, перечень условий или инвестиционный меморандум, выпущенные инвестором, не следует использовать в переговорах с другими инвесторами. Принятая практика предполагает эксклюзивность, т.е. переговоры ведутся только с одним инвестором, и переход к переговорам с другими инвесторами возможен, только если переговоры провалились и сделку согласовать не удалось. При нарушении данной практики об этом, скорее всего, станет известно, так как инвестиционное сообщество невелико и, как правило, довольно тесно общается в своем кругу.

Иногда, как мера дисциплинарного воздействия на компании, используется подход, когда компания делает депозит в пользу венчурного инвестора в размере от 1% до 2% предполагаемых обязательств по инвестированию. В случае если сделка состоялась или прервана по инициативе инвестора, депозит возвращается компании, а в том случае, если сделка сорвалась по вине компании, депозит переходит инвестору и используется для покрытия его затрат, связанных с анализом и подготовкой сделки. Суды, как правило, неохотно принимают к рассмотрению дела о нарушениях намерений, сводкой которых как раз и являются вышеперечисленные документы.

Все эти документы требуют согласования и подписания компанией и инвестором и, как правило, содержат следующие основные разделы:

- Основные параметры инвестиций.
- Обеспечение или ценная бумага.
- Условия инвестиций.
- Представления.
- Условия соглашения.

### 13.11.1. Основные параметры инвестиций

Сюда входит точное описание объема, цены (ставки) и сроков инвестиций отдельно для каждого из видов финансирования (долг, вложение в акционерный капитал, опционы), называются предполагаемые форма и сроки выхода, а также действия, которые станут возможными для инвестора и компании, если срок выхода превышен. Возможно указание ограничений на использование средств (достижение компанией определенных показателей деятельности и т.п.).

### 13.11.2. Обеспечение или ценная бумага

Дается описание обеспечения, гарантий, страховок в пользу венчурного инвестора (в том числе корпоративных и личных) и приобретаемых инвестором ценных бумаг (простых или привилегированных акций, warrants в сочетании с нотами, других долговых инструментов опционов и т.п.). В случае использования акций также оговариваются права на регистрацию.

### 13.11.3. Условия инвестиции

Описание всех существенных условий, на которых делается данная инвестиция, включая:

- Участие управляющей компании фонда в органах управления инвестируемой компанией; состав, порядок и периодичность их работы.
- Предоставление финансовой и оперативной отчетности.
- Порядок аудита, выбор аудитора, сроки.
- Порядок бюджетирования и участия в этом процессе венчурного инвестора.
- Порядок и условия выпуска новых акций компании и других ценных бумаг, конвертируемых в акции, их продажи, смены контроля и т.п.
- Ограничения на финансовые коэффициенты компании.
- Ограничения на заимствования и сделки в этой области (серии сделок), размер которых выше определенной величины, как правило, установленной в годовом бюджете.

- Порядок начисления и выплаты дивидендов.
- Участие инвестора в назначении топ-менеджеров и определении размера и порядка их вознаграждения.
- Оплата вознаграждений, связанных с заключением сделки, и т.п.

#### 13.11.4. Представления

Представления (representations) – это заверения со стороны компании в адрес венчурного фонда, на которых базируются письмо-обязательство, перечень условий или инвестиционный меморандум (подразумевается, что при их неистинности обязательства или условия по сделке могут стать недействительными). В этом разделе в основном говорится о том, что:

- компания должным образом зарегистрирована;
- компания не находится под следствием, и против нее не ведутся судебные процессы;
- компания не имеет задолженности по налогам;
- представленная финансовая информация соответствует истине;
- компания в данном раунде также осуществит инвестиции в денежной форме;
- направления использования инвестиций будут такими, как согласовано с инвестором;
- венчурный инвестор будет получать все запрашиваемые документы, и т.п.

### 13.11.5. Условия соглашения

Среди условий соглашения должны быть указаны следующие:

- Компенсация венчурному инвестору в случае несоблюдения компанией обязательства эксклюзивности (до 2%, если предусмотрено) и порядок ее выплаты.
- Срок, в течение которого компания не будет вести переговоры с другими инвесторами.
- Ожидаемый срок закрытия (closing) сделки и перевода инвестируемых средств.
- Указание на то, что сделка для заключения потребует одобрения инвестиционным комитетом фонда.
- Уведомление о том, что компания будет подвергнута процедуре тщательного изучения на основе представленных компанией данных и, возможно, с привлечением третьих лиц.

### 13.11.6. Правовой статус Письма-обязательства, Перечня условий или Инвестиционного меморандума

Письмо-обязательство, перечень условий или инвестиционный меморандум являются деловыми, а не юридическими документами, скорее письмами о намерениях и взаимопонимании, а не обязательствами. Не следует тратить время на безупречные формулировки и обсуждение мелочей, если они не нарушают достигнутых договоренностей, но не следует и подписывать документ, если в нем есть моменты, с которыми вы не согласны, или не получено согласие на упоминание моментов, о которых вы договорились.

Несмотря на то что данный документ согласован и подписан, сделка может не состояться по инициативе любой из сторон или состояться с опозданием. Нарушение сроков предполагает новые переговоры и пересмотр и/или дополнение документа. Сделку можно считать состоявшейся только тогда, когда деньги поступили на счета компании.



## Лекция 14.

# Процедура тщательного изучения

### 14.1. Понятие «due diligence»

Термин «due diligence» («тщательное изучение», в буквальном переводе – надлежащее прилежание) постоянно используется всеми, кто имеет дело со сделками капитального характера, а также слиянием или приобретением предприятий, в то время как для всех прочих он не имеет никакого смысла. Трактовка его значения именно как «тщательного изучения» основана скорее на практических действиях, которых профессионалы обычно ожидают друг от друга при подготовке сделки, включающей финансирование или приобретение пакетов акций (либо обмен ими).

Для венчурных инвесторов понятие «тщательного изучения» может иметь узкое значение – как процедура проверки данных, представленных в бизнес-плане или меморандуме о продаже, или более широкое – как полное обследование и весь аналитический процесс, на основе которого принимается решение об инвестировании. По своей природе всякая процедура тщательного изучения может видоизменяться: начиная с того, что приходится делать в этом плане при инвестировании в высокие технологии на ранних стадиях, и кончая рассмотрением проблем выкупа акций зрелой компании.

Можно рассматривать тщательное изучение как единую, но специфическую процедуру, которую требуется приспособить к проведению в разных ситуациях. Цель этой процедуры – определить привлекательность сделки, идентифицировать и проанализировать ее риски и другие проблемы, которые могут

возникнуть при ее заключении и исполнении. Данная процедура должна позволить менеджерам фонда принять необходимые и верные решения, оптимизировать условия сделки и подготовиться к эффективным действиям после инвестирования.

Чтобы принимать верные и удачные решения, управляющий венчурного фонда не может опираться исключительно на сведения, переданные ему предпринимателями, которые нуждаются в инвестициях. Хотя анализ сделки ведется на основе этих данных с учетом представлений (representations) компании, принявшей тем самым ответственность за правильность сообщенных данных, венчурному инвестору на каком-то этапе анализа сделки приходится расширять рамки и источники доступной ему информации. Это связано как с тем, что от предпринимателя можно ожидать приукрашивания реального положения, так и с тем, что он просто может не замечать проблем, существенных с точки зрения интересов инвестора. Управляющему фонда также необходимо рассмотреть и ряд стратегических долговременных факторов, проводя анализ «чувствительности» финансовых показателей компании (обычно по пессимистическому сценарию) или анализ по типу «сильные/слабые стороны» (SWOT-анализ). Такой анализ позволит управляющим фонда обсудить между собой возможность инвестирования с более широких позиций, чем предлагается самой компанией, и принять оптимальное решение.

Знания, приобретенные в процессе тщательного изучения, как правило, позволяют управляющим венчурного фонда усовершенствовать структуру сделки, включив в соглашение с акционерами оговорки, которые могут существенно улучшить результаты инвестирования с точки зрения ожидаемой доходности и потенциальных рисков. Информация, полученная при проведении подобного изучения, важна для того, чтобы убедить

возможных партнеров по соинвестированию присоединиться к сделке.

## 14.2. Состав процедуры тщательного изучения

Проверка компании может начаться и до подписания письма-обязательства, перечня условий или инвестиционного меморандума и проходить параллельно с их подготовкой и обсуждением между фондом и компанией. Некоторые инвесторы не подписывают эти документы до того момента, пока тщательное изучение компании не закончено.

В состав процедуры due diligence, как правило, входит:

- Посещение офиса и/или производства.
- Изучение состояния бизнеса.
- Проверка финансового состояния компании.
- Проверка правового положения компании.
- Изучение налоговой ситуации компании.
- Встречи и беседы с менеджерами.
- Изучение рыночной ситуации.
- Исследование отрасли.
- Определение степени уникальности продукта.

Проверка осуществляется с точки зрения исследования соответствия реальности по указанным пунктам бизнес-предложению и представлениям (representations), предложенным компанией. Процедура осуществляется представителями инвестора и нанятыми им консультантами.

## 14.2.1. Посещение офиса и/или производства

Для венчурного инвестора посещение офиса и/или производства необходимо, чтобы:

- визуализировать описание производственного процесса, состояние производственных зданий и оборудования;
- ознакомиться в деталях с производственным процессом, сырьем, полуфабрикатами, оборудованием, складами и основными службами;
- увидеть предпринимателя и топ-менеджеров в их собственной среде, понять, как и в каком стиле они работают с людьми, какое им нравится окружение, интерьеры и т.п.;
- увидеть команду в работе;
- задать неожиданные вопросы людям, не входящим в команду, но ответственным за важный участок работы.

Представителям компании необходимо организовать прибытие, поселение и отъезд представителей венчурного инвестора и/или консультантов, а также сопровождать их в ходе визита. Посещение офиса и/или производства целесообразно построить в соответствии со стадиями производственного процесса (от сырья к готовой продукции) и с процессом продаж; надо стараться, чтобы инвестор увидел их, а также основные подразделения и цеха, так как это позволит ему лучше понимать их описание. Посещение необходимо использовать для знакомства представителей венчурного инвестора и/или консультантов с топ-менеджерами компании. Надо быть готовыми к вопросам, причем иногда «глупым» или провокационным, которые будут задаваться служащим и рабочим, выбранным случайным образом, а также к фотографированию. Посещение может занять

от часа до шести-восьми часов, включая один-два часа, потраченные на встречи в офисе, поэтому необходимо предусмотреть перерывы на кофе и ленч. Визит целесообразно завершить ужином с участием топ-менеджеров.

## 14.2.2. Изучение состояния бизнеса

### 14.2.2.1. Деловые справки и рекомендации

Венчурному инвестору потребуются деловые справки и рекомендации (business references) из множества источников (по крайней мере, от любого или всех партнеров, упомянутых в деловых предложениях или в ходе переговоров), и его необходимо снабдить контактной информацией с указанием лиц, с которыми лучше поговорить:

- Поставщики и производители оборудования.
- Покупатели.
- Конкуренты.
- Аналитики фондового рынка.
- Деловые ассоциации.
- Представители правительства.
- Аудиторы.
- Юристы.
- Банки.
- Консультанты и компании по оценке собственности.
- Страховщики.
- Представители профсоюза и т.п.

**Поставщики и производители оборудования.** Следует предоставить венчурному инвестору список основных поставщиков. Основные вопросы, обычно задаваемые им поставщикам:

- Платит ли компания вовремя, или бывают проблемы с платежами?
- Насколько стандартен поставляемый товар, стабильно ли его качество, есть ли система обслуживания и гарантийного обслуживания?
- Насколько стандартны условия поставки, и могут ли они ухудшиться?
- Какой компании предоставляется коммерческий кредит (отсрочка платежа), используется ли практика предоплаты?
- Насколько стабильно чувствует себя поставщик? (Для критических поставок).

**Покупатели.** Венчурный инвестор переговорит с основными покупателями продукции компании, а также с несколькими неосновными. Среди часто задаваемых вопросов будут следующие:

- Бывают ли поставки недоброкачественного продукта, и что в этом случае происходит?
- Каков объем закупок, планируют ли покупатели продолжить закупки, сократить их или увеличить?
- Удовлетворены ли покупатели ценой?
- Как продукт позиционирован относительно продуктов, предлагаемых конкурентами?

**Конкуренты.** Венчурный инвестор может провести переговоры с поставщиками продукции конкурентов, возможно, назвавшись потенциальным покупателем, который ранее покупал продукты компании, для того чтобы понять, как конкуренты позиционируют свой продукт.

**Аналитики фондового рынка.** Как правило, они являются важным источником информации об отрасли и секторе, о состоянии рынка, тенденциях его развития и о конкуренции. Аналитики фондового рынка обычно в состоянии оценить перспективы IPO компании. Наличие постоянных контактов с аналитиками фондового рынка хорошо характеризует уровень зрелости и перспективность компании с точки зрения инвестиций. Поэтому целесообразно предложить инвестору для контактов несколько аналитиков.

**Деловые ассоциации.** Имеются в каждой отрасли, а зачастую и в секторе. Деловые ассоциации являются хорошим источником информации об отрасли, секторе, рынке, конкуренции и ее динамике, тенденциях развития продукта. Членство компании в деловой ассоциации является для инвестора положительным признаком и свидетельствует об определенной степени зрелости и нацеленности на перспективу.

**Представители правительства.** Правительства большинства стран готовят многочисленные аналитические материалы, которые могут стать важным источником информации для венчурного инвестора. Если существует специальное регулирование отрасли или сектора, в которой работает компания, целесообразно предоставить венчурному инвестору соответствующие материалы, а также данные о представителях правительства, которые курируют эти вопросы.

**Аудиторы.** Некоторые венчурные инвесторы не встречаются с аудиторами компании, а некоторые считают такую встречу необходимой. Основной темой встречи будет учетная политика, а также риски и ожидаемая их динамика.

Необходимо представить венчурному инвестору «письма к менеджменту» (management letters) с указанием критических проблем учета, которые аудитор видит в компании, и предложений по их устранению за несколько последних лет. Подготовка таких писем является для аудиторов стандартной практикой, и обычно они подготавливаются в начале и в конце аудита, для того чтобы руководство компании понимало, какие проблемы видит аудитор в текущем состоянии системы финансового контроля компании. Для инвестора они являются ценным источником информации не только о состоянии и уровне финансового управления в компании, но также и о готовности и способности компании быстро реализовывать на практике рекомендации по его совершенствованию.

**Юристы.** Беседы с юристами потребуются венчурному инвестору для получения подтверждения отсутствия ведущихся или потенциально возможных судебных разбирательств в отношении компании или для выяснения деталей этих разбирательств, если они ведутся. Кроме того, при наличии у компании патентов (собственных или используемых), а также зарегистрированных торговых марок венчурный инвестор может провести переговоры со специалистами.

**Банки.** Большинство венчурных инвесторов проведут переговоры с банкирами, в основном по вопросам финансовой дисциплины компании и стабильности работы. В случае смены банка в течение последних трех-пяти лет возможен звонок бывшим банкирам.



**Консультанты и оценщики собственности.** В случае если компания использовала деловых и управленческих консультантов, а также консультантов в области ИТ, венчурный инвестор захочет, возможно, переговорить с ними. Венчурный инвестор может направить в компанию собственных консультантов и экспертов, и необходимо воспользоваться данной возможностью для решения собственных проблем и вопросов.

Если компания использовала независимых оценщиков для оценки зданий и оборудования, например, для использования их в качестве обеспечения по привлекаемым кредитам, возможна встреча венчурного инвестора с этими оценщиками. Иногда венчурный инвестор сам наймет оценщика для подтверждения данных об основных фондах.

**Страховщики.** Встреча со страховщиком будет нужна прежде всего в том случае, если компания выпускает продукт повышенной опасности и требуется страхование ответственности или жизни работников, так как страхование имущества, как правило, является стандартным и вопросов не вызывает.

**Представители профсоюза.** Встреча с представителями профсоюза понадобится, если существенная часть работников компании объединена в союз и имеется генеральное соглашение. Вопросы будут касаться отношений между профсоюзом и компанией. Потребуется представить копию генерального соглашения. Если требования соглашения превышают стандартно принятые, возможен отказ от сделки.

Венчурный инвестор также захочет встретиться с любым лицом, с которым посоветует предприниматель.

#### 14.2.2.2. Проверка финансового состояния компании

В большинстве случаев венчурный инвестор наймет консультантов для проведения бизнес-аудита компании. Это будет неполный аудит, основной задачей которого выступает подтверждение правдоподобия цифр о текущем финансовом состоянии компании, а также некоторых предположений, на которых базируются представленные компанией прогнозы. Понятно, что тщательная финансовая проверка не предполагает полного аудита и требуется в диагностических целях и для подтверждения основных цифр.

#### 14.2.2.3. Проверка правового положения компании

Данная проверка необходима для венчурных инвесторов, работающих на развивающихся рынках с нестабильной системой законодательства и институтов.

Проверяется правильность:

- Регистрации и перерегистрации компании, всех ее дочерних компаний, наличия необходимых записей в регистрах.
- Закрепления за акционерами прав собственности на доли и акции, а также условий их совместного владения с членами семьи и/или наследования.
- Внесения взносов в уставный капитал, эмиссии долей и акций и регистрации эмиссии и ее результатов.
- Оформления собственности на имущество, долгосрочной аренды.
- Оформления решений органов управления компанией, оформления эмиссий акций (проспектов, отчетов) и т.п.

#### 14.2.2.4. Изучение налоговой ситуации компании

В большинстве случаев венчурный инвестор, работающий на развивающихся рынках, наймет консультантов для проведения налогового аудита компании, основной задачей которого выступает подтверждение данных об отсутствии налоговой задолженности, правильности начисления и своевременности уплаты налогов, а также обоснованности предположений, на которых базируются прогнозы. С учетом того, что большинство компаний на развивающихся рынках использует различные схемы налоговой оптимизации, венчурному инвестору потребуются подтверждение законности этих схем, их приемлемости в будущем (на четыре-пять лет), а также возможности их применения при изменении правового статуса компании.

#### 14.2.2.5. Встречи и беседы с топ-менеджерами

Вопросы будут связаны с теми же семью основными личностными качествами, которые обсуждались ранее (честность, способность к достижению результата, энергия, ум, знания, лидерство, творческие способности). Венчурный инвестор встретится также с корпоративными директорами и другими акционерами. Возможны вопросы личного характера, но, как правило, менее прямые, чем вопросы по бизнесу. В основном о детстве, учебе, семье, хобби, предпочитаемом отдыхе и т.п. Цель этих вопросов в том, чтобы получить уверенность, что личные обстоятельства не станут препятствовать делу, что основные силы и энергия будут отдаваться работе, а дом обеспечит отдых, а также, чтобы понять уровень зрелости и стабильности менеджеров.

Неизбежна проверка прошлого топ-менеджеров с использованием специальных агентств и получением рекомендаций от внешних источников, которые могут знать топ-менеджеров в

прошлом. Следует помнить, что венчурные инвесторы не любят сюрпризов. Обо всех «неприятных моментах» в прошлом лучше сообщить заранее и дать по ним комментарии.

### 14.2.3. Изучение рыночной ситуации

Обычно в ходе визита в компанию и проведения due diligence возникает много вопросов о рынке, часть которых раскрывает содержание бизнес-предложений, а часть является новыми. Иногда венчурный инвестор «заключивается» на какой-то одной теме, которая кажется ему ключевой. Надо быть готовым к детальным описаниям и объяснениям проблем бизнеса и компании, ранжировав их по объективной важности или влиянию на компанию.

Как правило, потребуется встреча с директорами по производству, по маркетингу и продажам (коммерческим директором), а также с финансовым директором и бухгалтером. Венчурный инвестор встретится также с потребителями продукта и задаст им множество вопросов, чтобы понять, насколько сильным является рынок и каковы его перспективы.

Результатом встреч с менеджментом может быть предложение венчурного инвестора продолжить переговоры для уточнения условий сделки, исходя из того, что, на его взгляд, риски выше, чем говорилось в бизнес-предложении. Лучше согласовать эти новые условия сразу, так как иначе это закроет путь к новому раунду переговоров по поводу уже в основном согласованного письма-обязательства (или перечня условий, или инвестиционного меморандума).

Венчурный инвестор встретится или переговорит по телефону с потребителями продукта (из списка, представленного предпринимателем и из портфеля заказов) и задаст им множество

вопросов, чтобы понять, насколько сильным является рынок и каковы его перспективы, например:

- Чем вам нравится продукт?
- Не слишком ли продукт дорог?
- Составляет ли покупка продукта существенную часть ваших затрат?
- Как продукт можно улучшить?
- Удовлетворены ли вы продуктом?
- Планируете ли вы покупать больше?

Кроме того, венчурный инвестор встретится или переговорит по телефону с поставщиками (из списка, предоставленного предпринимателем) и задаст вопросы о том, насколько они удовлетворены компанией в качестве покупателя (включая вопросы оплаты).

#### 14.2.4. Исследование отрасли

Следует оказывать всестороннюю помощь венчурному инвестору в изучении и постижении отрасли или сектора. Как правило, проблемы с исследованиями отрасли или сектора возникают только в том случае, если они новые. В развитых отраслях, как правило, имеются компании, публикующие достаточно полную информацию, позволяющую судить о рынке. Сведения о конкурентах могут быть получены через кредитные бюро и из деловой прессы (в том числе электронной).

## 14.2.5. Определение степени уникальности продукта

Уникальность продукта выступает одним из основных источников роста доходов компании, и венчурный инвестор в ходе процедуры тщательного изучения попытается уточнить, действительно ли продукт или маркетинговые подходы, используемые предпринимателем, уникальны. Венчурный инвестор проведет для этого встречи и телефонные переговоры с экспертами и членами деловых отраслевых или торговых ассоциаций, маркетинговыми агентствами, а в отдельных случаях – наймет консультантов. Подтверждение уникальности продукта или ее отсутствия будет получено и в ходе разговоров с потребителями, и на основе анализа результатов исследования методом фокус-групп. При этом может оказаться, что черты уникальности, присущие продукту (и даже закрепленные патентом) или системе маркетинга, не имеют для инвестора значения, так как не влияют на продажи. Не стоит надеяться, что отсутствие уникальности будет возможным скрыть, и нужно быть готовым к отстаиванию позиций компании.

## 14.3. Проблемы

В ходе любой процедуры тщательного изучения всегда выявляются какие-то проблемы, это нормально, и тревожиться об этом не стоит. Венчурные инвесторы также знают, что совершенных сделок не бывает. Например, может быть выявлено частичное несоответствие увиденного на практике тому, что представлено в бизнес-предложениях, или обнаружатся какие-то новые моменты, не отраженные в предложениях. Необходимо попытаться показать, что выявившиеся проблемы не являются критическими, бизнес может развиваться и зарабатывать деньги и при их наличии. Как правило, проблема означает возросший

риск, и венчурный инвестор попытается понять, почему компания готова нести этот риск, и не требуется ли скорректировать базовые условия сделки. Как бы то ни было, необходимо сделать все, чтобы устранить проблему, и это должно быть сделано не только для венчурного инвестора, но, как правило, и в интересах самой компании.

#### 14.4. Фактор времени

Не стоит торопить венчурного инвестора в ходе тщательного изучения бизнеса. Как правило, он сам заинтересован в скорейшем заключении сделки, и давление в отношении сроков может лишь вызвать раздражение. Этот период необходимо использовать для того, чтобы снять все оставшиеся нерешенными или несогласованными проблемы, а также, чтобы лучше узнать венчурного инвестора и подружиться с ним. В период проведения тщательного изучения возможно параллельно вести подготовку проектов юридически обязывающих документов, хотя надо отдавать себе отчет в том, что оплаченные при этом дорогостоящие услуги юристов могут оказаться невостребованными, если сделка не состоится.

#### 14.5. Аспекты процедуры тщательного изучения

Аспекты, которые должны исследоваться при проведении due diligence, можно разделить на те, которые определяют успех бизнеса, и те, которые могут угрожать претензиям инвестора на получение доли доходов в случае успеха компании.

В ходе проведения тщательного изучения у инвестора должно сформироваться целостное представление о системе управления предприятием, причем в первую очередь эта картина не должна

быть противоречивой. Ни в коем случае нельзя инвестировать там, где по результатам разных проверок обнаружены неустрашенные противоречия между бизнес-планом и, например, справками по биографическим данным о менеджерах или между заявлениями и реальными действиями.

Поскольку бизнес-план компании должен описывать все стороны бизнеса, он будет отправной точкой и пробным камнем всего процесса изучения. Хороший бизнес-план должен содержать такие разделы:

1. Краткое изложение предпосылок сделки и целей плана: история, существующее положение дел, концепция проекта, цели, инициаторы и главные «игроки».
2. Описание производимых товаров или услуг.
3. Описание рынков, перспектив роста, конкурентных и других влияний.
4. Резюме по техническим аспектам; процесс производства, риск устаревания, выбор между «сделать» или «купить».
5. Маркетинг и стратегия сбыта.
6. Организация и управление; карьеры менеджеров, планы и стратегия поиска новых кадров.
7. Финансовая история предприятия и планируемые оборот, прибыль, поток наличности и финансирование.
8. Соображения относительно собственности, структуры, долгосрочных контрактов, финансирования и выхода из инвестиции.



Поскольку порядок проведения тщательного изучения соответствует основным разделам бизнес-плана, представленная схема фактически является структурой для его анализа.

### 14.5.1. Предпосылки сделки

Очень важно понять мотивацию всех участников сделки. Именно здесь важен анализ предпосылок. В процессе анализа необходимо стараться получить ответы на целый ряд вопросов:

- Почему продавец продает долю в компании? Если продавец предпочитает своим акциям наличные, почему инвестор должен предпочесть свои наличные его акциям? Есть ли что-нибудь такое, что уже знает продавец и должен узнать инвестор?
- Почему топ-менеджеры занялись этим – они рассчитывают на прирост капитала или просто пытаются обеспечить себя работой? Учитывая их послужной список, можно ли утверждать, что они отдают себе отчет в том, что делают?
- Почему участие в сделке принимают корпоративные структуры – по необходимости или в поисках выгодного случая, по финансовым или стратегическим соображениям? Какого влияния на сделки, на последующие раунды инвестиций можно от них ожидать на пути к выходу?
- Почему другие финансовые участники включены (или нет) в этот раунд переговоров? Каково отношение к сделке бывших или нынешних кредиторов? Каковы возможности (или ограничения) для объединения усилий, дальнейшего финансирования, контролирующего участия в реализации плана?

## 14.5.2. Товары или услуги

Необходимо иметь простое описание производимых компанией товаров или услуг, факторов, которые определяют их успех на рынке (таких как конкурентная цена, уникальные характеристики и т.д.), и выгод и преимуществ для конечного пользователя. Здесь необходимо разобраться в том, зачем потребителю этот товар (услуга): экономит ли он время или деньги потребителя, делает ли его жизнь легче? Какие существуют альтернативы? Что произойдет, если покупать этот продукт перестанут? Необходимо остерегаться всяких проектов, выгоды от реализации которых для конечного пользователя инвестору не очень понятны.

Что же касается конкурентной уникальности товара или услуги, то следует выяснить: продукт предназначен для узкой ниши или же имеет потенциал для выхода на широкий рынок? Насколько стабилен продукт? Он все еще проходит испытания или уже готов к применению? Необходимо четко установить, какие изделия уже готовы, а какие – существуют только в проекте. Если многое зависит от будущих товаров и услуг, то должны существовать планы их разработки со всеми необходимыми рабочими календарными планами. Следует проверить их выполнимость, а также стоимость.

Себестоимость (а не продажная цена!) изделия является главным фактором его конкурентоспособности. Лучше, конечно, исследовать историю сложившихся цен, хотя в таких быстрорастущих отраслях, как электроника, ИТ, телекоммуникации, следует учитывать будущее снижение себестоимости. У компаний на ранних этапах развития вместо «истории» существует задача типа «что было раньше – курица или яйцо?» в отношении объема выпуска и себестоимости продукта. Чтобы оценить структурную конкурентоспособность по показателю «себестои-

мость/цена», может понадобиться внешняя экспертиза уровня развития производства и его перспектив, расходов на оборудование и т.д.

Нужно определить также, какова доля услуг в предлагаемом продукте, ибо это может стать решающим фактором развития бизнеса. Сейчас, например, выпускается много программных продуктов, применение которых на практике требует проведения постоянных консультаций пользователя с поставщиком продукта. Кто будет обеспечивать такие консультации, имеются ли у компании соответствующие возможности, во что это обойдется?

### 14.5.3. Влияние рынка, перспектив роста, конкуренции и т.д.

Необходимо определить существующие и планируемые рынки сбыта географически (международные, национальные или местные), по их размеру, темпам и тенденциям роста, прибыльности и т.д.

Следует разобраться с финансовым положением лидирующих компаний, с общими для данной отрасли параметрами (продажи на одного сотрудника, выпуск на одну единицу оборудования и т.п.) и сравнить эти данные с параметрами изучаемой компании, ее нынешними и проектируемыми показателями.

Необходимо определить требуемую компании долю рынка и нынешнюю ситуацию в плане спроса и предложения. Очень важно при этом проводить различие между независимыми и «управляемыми» (captive) рынками. Насколько это уже возможно, следует идентифицировать рынок продуктов исследуемой компании: например, «Х» процентов на рынке электроники –

это совсем не то же самое, что «У» процентов на рынке портативных факсов, использующих обычную бумагу.

Надо добиться для себя ясной картины конкурентной ситуации сейчас и в будущем. Есть ли там конкуренты, занимающие больше 30% рынка? Фирмы конкурируют на местном или глобальном уровне? Общаются ли между собой (и с этой компанией) конкуренты? Необходимо установить, каково положение на рынке «товаров-заменителей» предлагаемого товара.

Необходимо проверить, каким образом конкуренция влияет на бизнес. Готов ли вообще рынок для того, чтобы принять предлагаемые товары и услуги, или же компания его опережает (и тратит средства и энергию на подготовку рынка для своих конкурентов)? Насколько существенно, чтобы эта компания являлась и/или оставалась в будущем первой на рынке? Как долго это может продолжаться? Приходится ли сейчас (и придется ли в будущем) покупателю платить больше за лучшее?

Следует стремиться к тому, чтобы познакомиться не только с главными реальными или возможными конкурентами, но и с основными покупателями, поставщиками и другими каналами распределения. Есть ли такие покупатели, на которых приходится больше 30% оборота? Кто входит в десятку крупнейших покупателей? Есть ли почти монополист среди поставщиков? Находится ли какой-либо из каналов распределения под чьим-либо контролем? С кем у компании особые отношения? Произошли ли какие-либо серьезные изменения во всем этом за последние пять лет?

В дополнение следует установить влияние на планируемый объем сбыта различных факторов: экономических (инфляция, спад и т.п.), технологических (новые технологии), юридических

(законы, лицензии, бюджет), социальных (возраст, демография, доходы) и сезонных (погода, торговые выставки, бюджетные циклы).

#### 14.5.4. Технология, производство, риски устаревания, выбор между «сделать» или «купить»

Некоторые инвесторы вкладывают средства только туда, где все строится на новых технологиях, тогда как другие, наоборот, никогда не станут инвестировать исключительно в новые технологии. В любом случае нужно установить роль и статус технологий при проведении тщательного изучения исследуемой модели бизнеса.

Для сделки выкупа угрозой представляет технологическое старение, поскольку трудно заранее определить, сколько средств необходимо потратить на доработку продукта. В таких случаях необходимы финансовые резервы, а это снижает уровень заемных средств.

Для фирм высоких технологий новая техника и технологии – краеугольный камень их конкурентоспособности, а значит, к этому вопросу нужно подходить очень осторожно. Несмотря на все ее блестящие перспективы, смена технологии обычно занимает довольно длительный период. Новая техника и технологии с разной скоростью проходят несколько стадий, прежде чем дадут заметный экономический и социальный эффект – научное открытие или изобретение, лабораторный образец, действующий прототип, коммерческое внедрение, широкое признание и распространение на другие области.

Для установления технологического уровня бизнеса часто приходится обращаться к смежным областям, чтобы прикинуть возможные результаты развития. Над чем работают в других проектных бюро и научно-исследовательских лабораториях? Что сейчас используется в более развитых отраслях или странах, в которых ранее использовались аналогичные технологии? Какие патентные права были истребованы и получены? Какие доклады по этой технике были представлены на конференциях? Какие новые технологии предлагаются (часто новичками) на торговых выставках? Насколько сжат жизненный цикл товара в данном секторе бизнеса? Обладает ли компания каким-то заделом для изделий следующего поколения, или же все рассчитано на один «залп»?

Технология часто имеет большой успех не там, где предполагалось вначале. Насколько широк диапазон применения технологии, принадлежащей компании? Какие у компании патенты, исключительные права? Кто чем владеет? Какой объем чужих технологий требует производство? Каковы шансы конкурентов, если те вдруг предъявят иски о нарушении их патентных прав? Возможно ли (и разумно ли) купить лицензии на отдельные технологические операции?

Кроме изготовления прототипов, каков опыт компании в организации массового производства товара, и имеется ли он? Что разумнее – производить продукт самим или заключить для этого с кем-нибудь контракт на аутсорсинг? Какие инвестиции в оборудование и инжиниринг понадобятся для организации массового производства? Какое время понадобится, чтобы довести уровень производства до потребностей рынка?

Каковы производственные возможности для выпуска традиционного изделия? Нужны ли какие-то изменения в технологии? Нужна ли автоматизация для снижения расходов? Нужно ли

какие-нибудь производственные процессы перенести в страны с более дешевой рабочей силой? Сколько остается незагруженных мощностей (работает ли компания в одну, две или три смены)? Насколько крупные «шаги» нужно предпринять для увеличения производственных мощностей; как это может повлиять на уровень инвестиций?

Каковы возможности найти субподрядчиков и аутсорсеров для производства? Можно ли будет продать технологию, если окажется, что производимое изделие не находит сбыта?

В некоторых странах экологические требования к производственной деятельности и к химическому загрязнению почвы и воздуха стали серьезным фактором при решении вопроса о размещении производства. Принимаются ли они во внимание?

### 14.5.5. Маркетинг и стратегия сбыта

Высокотехнологическими компаниями часто руководят «зашоренные» на технологиях предприниматели. К сожалению, успех бизнеса часто больше зависит от рыночной эффективности, чем от производственных характеристик. Хотя DOS была одной из худших операционных систем, это не помешало компании Microsoft стать лидером отрасли именно благодаря умелым продажам и сотрудничеству с IBM.

Поэтому, проводя тщательное изучение, необходимо искать у будущего партнера глубокого понимания рынка. Если недостает каких-то маркетинговых навыков, опытный венчурный менеджер может привлечь нужного человека в команду. Но если культура руководителей такова, что менеджеры компании не умеют смотреть на свой бизнес глазами клиентов, не понимают стратегии основных конкурентов, бизнес-модели и цепочки

формирования стоимости, то никакие усилия к успеху не приведут. Здесь возникает целый ряд вопросов:

- Нацелен ли бизнес на определенный сегмент рынка? Какова стратегия поддержки сильных сторон компании и использования слабостей конкурентов?
- Какие каналы распространения или партнерства запланированы – опт, розница, прямые продажи по почтовым заказам, через других производителей, включающих ваши товары в свои изделия, и т.д.? Как осуществляются продажи – через собственных торговых агентов, дистрибуторов или независимых представителей? Как будет изменяться эта система в будущем? Как планируется расширять географию сбыта; какие расходы на это планируются; как они соотносятся со средними величинами по этой отрасли?
- Какова ценовая стратегия; насколько она совместима с планируемыми качеством и функциональностью изделия? В основе ее лежит себестоимость? Учитываются ли цены конкурентов; основываются ли цены на прайс-листах или на конкурентных предложениях? Каковы запланированные уровни цен или скидок для разных видов распространения?
- Какая планируется реклама и рекламные компании; как эти планы соотносятся со средним ее уровнем в данной отрасли?
- Насколько высокий кредит доверия клиентов нужен для данного бизнеса? Какие гарантии будут предоставлены покупателям?
- Собирается ли компания выходить прямо на своего конечного потребителя? Есть ли у нее своя торговая марка



с репутацией на рынке? Эти моменты очень важны для оценки стоимости компании при выходе.

### 14.5.6. Организация и менеджмент

Поскольку оценка имеющегося у компании менеджмента – это самый важный аспект процедуры тщательного изучения, нужно, чтобы все остальные стороны изучения способствовали формированию именно этой оценки.

Для начала необходимо оценить, насколько профессионально составлен бизнес-план. Это первое, на основании чего будет формироваться суждение о предпринимателе. Искусство формулировки планов и умение убеждать при их изложении – хорошая основа для успешного бизнеса.

Лучше, если этими качествами будет отличаться вся команда, а не отдельная личность. Однако каждой команде нужен лидер. Необходимо понять, есть ли в компании такой лидер, у которого имеется мотивация, энергия и напор, чтобы вырастить настоящую команду. Является ли таким лидером сам предприниматель – инициатор бизнеса или кто-то из команды. Требуется проверить, есть ли у лидера реальные достижения и конструктивное честолюбие. Характеристики успеха – это инициатива, цельность и преданность делу, а также умение ясно формулировать цели и проверенное умение реализовывать эти цели.

В идеале предприниматель должен соединять в себе технократа с ловким и умелым бизнесменом. К сожалению, техническое образование в сочетании с дипломом магистра в бизнес-администрировании (МВА) на развивающихся рынках, да и в Европе, встречается гораздо реже, чем в США. Там часто приходится иметь дело с изобретателями, слабо или вообще никак не ориентирующимися в бизнесе, либо бизнесменами, не

способными толком разобраться в сути дела, чтобы привести его к успеху. Вот почему так важно убедиться, что команда менеджеров проекта располагает нужным опытом маркетинга, навыками технического и финансового планирования и контроля.

Позволяют ли прежние достижения членов команды надеяться на то, что они справятся с данным проектом? Существуют ли веские финансовые или карьерные причины заинтересованности ключевых членов команды в бизнесе? Каков объем и источник их капитала? Заинтересованы ли они на 100% в реализации именно данного проекта, а если нет, то может ли возникнуть конфликт интересов? Насколько совместимы члены команды друг с другом, дополняют ли они друг друга, станут ли они поддерживать друг друга в трудное время или начнут тянуть в разные стороны?

Существует ли ясное понимание того, кто и за что отвечает в команде, и есть ли там действительно признанный лидер? Как бы это ни было болезненно, всякое выяснение отношений лучше провести до инвестирования, а не после. Опыт показывает, что разделение в компании ответственности за конечный результат (вместо того чтобы иметь одного лидера) никогда не приводит к существенному успеху, а в трудные моменты может даже иметь катастрофические последствия.

Надо понять, насколько четко и ясно оговорены размеры выплат менеджерам (зарплаты, премии, пенсии и т.д.) и их привязанность к результатам компании. Включает ли договор с ключевыми членами команды оговорки о «неконкуренции» (non-compete)? – Иначе есть существенный риск получить весьма нежелательных новых конкурентов, которые хорошо знают компанию и ее слабые стороны. Если команда окажется неполной, существует ли понимание того, кем ее нужно будет пополнять? Есть ли у инвестора полная информация о разграничении

обязанностей в команде и о потенциальных кандидатах в члены команды?

Не менее важным выступает вопрос о качестве и притязаниях менеджеров второго уровня, которые нужно четко понимать для будущего успеха, связанного с ростом компании. Существуют ли возможности для карьерного роста внутри компании? Каким образом служащие участвуют в успехах компании (участие в доходах, опционы на акции)? Какое имеется обоснование, каков механизм осуществления и какова стоимость таких программ?

Что известно о приверженности членов совета директоров данному бизнесу? Каков опыт и образование членов существующего совета директоров, достаточно ли они сильны для того, чтобы принять и организовать реализацию стратегии компании?

Каких внешних экспертов (юристов, специалистов по банковскому кредитованию, бухгалтеру, рекламе, организации продаж и технологиям) использует компания? – Эта картина дает представление не только о доступных ресурсах, но и о стиле руководства компании, насколько оно готово покупать знания на стороне. Такие контакты ценны, в частности, как полезный источник информации со стороны, и их не следует недооценивать, несмотря на потенциально высокие затраты, связанные с их использованием.

Необходимо также убедиться в наличии документов, подтверждающих права на собственность, проанализировать контракты со служащими (на предмет наличия оговорок о неконкуренции), схемы пенсионных выплат и наличие нужных для бизнеса лицензий (включая все, что затрагивает вопросы экологии).

## 14.5.7. Финансовая история и планируемые оборот, прибыль, поток наличности и финансирование

Это самый очевидный – и, к сожалению, в ряде случаев единственный – предмет тщательного изучения. Необходимо проверить, какие именно утверждения содержит представленная финансовая документация, их соответствие реальности и обоснованность.

Следует тщательно изучить отчеты о прибылях и убытках, а также балансовые отчеты (желательно прошедшие аудиторскую проверку) за несколько лет (лучше не менее трех) и сравнить эти отчеты с сопоставимыми данными по этой же отрасли. Надо определить, какими были начальные издержки и маржи и как они изменялись во времени с ростом объема операций. Следует искать необычные статьи чрезмерно больших (или, напротив, слишком малых) расходов на оборудование, НИОКР или рекламу. Высокие затраты могут несколько ухудшать текущие финансовые позиции компании по потоку наличности, но очень важны для ее роста и развития. Необходимо постараться понять сделанный компанией выбор пути развития в прошлом, а также планируемый на будущее и предлагаемый в бизнес-плане. Нельзя забывать проверять, нет ли у компании забалансовых счетов и операций, которые не нашли отражения в стандартной отчетности.

Важно проверить наличие просроченных счетов дебиторов, выяснить причины их появления, например, опросив одного-двух сотрудников компании, что может предоставить весьма поучительные детали относительно возможного будущего компании. Следует взять первые десять самых больших непопла-

ченных счетов и тщательно проверить, говорит ли это о чем-то еще, кроме задержек со стороны плательщиков.

Очень важно проверить наличие и объемы незавершенных работ, выпуска продукции и проектов, поскольку перенос незавершенного производства и проектов с одного года на другой прямо отражается на прибыли. Надо проверить системы мониторинга и планирования заделов, расходов и кассовой наличности: все они очень важны, как для компаний на начальных этапах развития, так и для выкупов LBO. Необходимо попытаться оценить потребность в финансировании оборотного капитала в будущем и возможности привлечения для этих целей долгового финансирования (коммерческого или банковского).

Следует посмотреть, каковы общие и административные расходы, расходы на маркетинг, исследования, разработки и амортизацию, каков износ в процентах от продаж и сравнить со средними показателями по отрасли, сделав соответствующие выводы.

Следует определить уровень безубыточности (по доходам). Какая доля рынка необходима для этого? Каковы главные факторы, влияющие на безубыточность? Есть ли способы решения проблемы при существенных провалах рынка, в чем они заключаются?

Очень важно отыскать в бизнес-плане «точки роста». Ежегодный прирост на 1% объема продаж, валовой прибыли и кредиторской задолженности, одновременно со снижением на 1% запасов и дебиторской задолженности – надежный рецепт для хорошего бизнеса и большой расчетной ведомости. Требуется удостовериться в том, что инвестор действительно согласен с реальной осуществимостью этих планов.

## 14.5.8. Соображения относительно собственности, структуры, долгосрочных контрактов, финансирования и выхода

Все эти факторы могут представлять опасность для доли новых инвесторов в (потенциальном) успехе бизнеса. Нужно хорошо понимать организационно-правовую форму бизнеса и логику его структуры, будь это партнерство или корпорация.

В первую очередь возникают вопросы, связанные с акционерным капиталом и его особенностями. Существуют ли у компании акции разных классов? Что составляет особые права? Кто, когда и сколько инвестировал в компанию? Какие изменения в отношениях собственности происходили за истекшее время? Существуют ли какие-нибудь письменные или другие обязательства по разделу акций или прибыли?

Необходимо узнать, нет ли таких контрактов найма, которые предусматривают нереальные выплаты или заключены на срок.

Нужно посмотреть, через какие слияния, объединения и реорганизации прошла компания. В случаях объединений или выделений (mergers and split-offs) надо вычленить факторы, способствующие росту объемов операций и доходности компании, которые можно приписать тем или иным аспектам бизнеса.

Следует разобраться во всех текущих или планируемых соглашениях компании по франчайзингу, роялти, лицензиям, включающим исключительные права (на продажи, покупки, производство или обслуживание), или тех, что будут продолжать действовать более двух лет. Кто формальный собственник технологии? Не находится ли имущество в залоге; можно ли его

продать в случае необходимости? В каких странах были поданы заявки на патенты, каков их статус?

Надо выяснить, какие существуют у компании обязательства перед банками и другими кредиторами. Каково их мнение насчет самого бизнеса и потребностей бизнеса в новых инвестициях? Какими резервами наличности располагает компания? Какие активы были заложены? Какое отношение у других акционеров к планируемым раундам финансирования и «разбавлению» акционерного капитала? Давались ли менеджерами или другим акционерами какие-либо личные гарантии?

Очень важно узнать, имеется ли какое-либо соглашение между существующими акционерами в отношении выхода из бизнеса. Как инвесторы вернут свои инвестиции (обратный выкуп, приобретение, IPO)? Все ли акционеры и менеджеры имеют равные права по выходу?

### 14.5.9. Порядок проведения процедуры тщательного изучения

Работа менеджера венчурного фонда предполагает, что ему придется делить свое время между несколькими компаниями, которые достойны внимания фонда. Это могут быть компании существующего портфеля или новые проекты. Поэтому так важно правильно структурировать и управлять процедурой тщательного изучения компании. Это относится как к процессу принятия фирмой венчурного капитала внутренних решений, так и к подготовке информации, рассмотренной в предыдущем разделе.

Каждая фирма устанавливает свой порядок проведения процедуры. Вот, например, как может быть организован этот процесс.

Каждый понедельник управляющие фондом рассматривают сводные «ведомости фактов» (fact sheets), в которых приводятся данные по (возможным) сделкам, их инициаторам и (возможным) условиям, согласно полученным за неделю заявкам. Если управляющая компания решила заняться сделкой, двум сотрудникам (в соответствии с их квалификацией, интересами и загруженностью) дается задание за пару недель разобраться в том, почему фирме необходимо (или не следует) инвестировать в данную сделку, в чем основные проблемы, и как лучше проводить due diligence.

Все это излагается в «предложениях по проекту» (project proposals). Обычно только одно из десяти таких предложений становится проектом сделки на практике. Обсуждение предложений по проекту партнерами обеспечивает участие в процессе тщательного изучения всех партнеров, которые используют не только свой коллективный опыт, но и широкие связи каждого с экспертами.

Предложение по проекту обеспечивает основу для принятия решения об инвестировании, так же как и об объеме и условиях предоставления выделяемых ресурсов. Проекты обсуждаются еженедельно. Обычно каждый партнер ведет один или два проекта одновременно.

После завершения due diligence проект должен быть утвержден фондом для инвестирования на основании другого документа – «предложения по инвестированию» (investment proposal). Этот документ помимо описания бизнеса и т.п. включает в себя соображения насчет «оптимистического» и «пессимистического» вариантов реализации проекта, раскрывает содержание сделки и план действий после инвестирования.



Многие предложения отпадают уже на стадии проведения процедуры тщательного изучения. Поэтому, прежде чем идти на большие расходы, необходимо последовательно, шаг за шагом, отпускать на проведение исследования небольшие суммы, после чего внимательно проанализировать полученные результаты.

Постадийный процесс включает в себя:

1. Анализ бизнес-плана.
2. Знакомство с менеджерами компании и посещение ее офиса и производства.
3. Самостоятельное изучение рынков и технологий.
4. Решение вопроса о целесообразности сделки по результатам процедуры тщательного изучения.
5. Проведение детального тщательного изучения с привлечением внешних экспертов.

Помимо этих структурированных шагов следует использовать всякую возможность получения дополнительной информации о продукте компании и рынке, встречаясь и беседуя с теми, кто разбирается в этой области. При этом надо стараться не потерять из виду сам «лес», рассматривая отдельные «деревья».

#### 14.5.9.1. Анализ бизнес-плана

Проект следует проверить на соответствие основным требованиям венчурного фонда по следующим параметрам: стадия инвестирования, общие перспективы, технологии, отрасль промышленности и партнеры. Несколько телефонных звонков могут подтвердить или опровергнуть все содержащиеся в проекте привлекательные моменты.

Профессиональный венчурный инвестор не станет инвестировать, не выработав свою собственную оценку «пессимистического» варианта перспектив будущего бизнеса. Главная цель – удостовериться, что и в худшем случае бизнес останется достаточно жизнестойким, чтобы обеспечить приемлемую доходность. Это нередко составляет часть так называемого анализа чувствительности (sensitivity analysis), который позволяет увидеть суть предлагаемой бизнес-планом модели бизнеса, оценивая ее финансовую (и доходную) реакцию на такие конкретные изменения рынка, как:

- временное падение (или рост) или задержка продаж на 5%, 10%, 20%;
- колебание суммарной маржи на 5%;
- колебания сроков платежей покупателей и поставщиков;
- незаключение или задержка с заключением некоторых крупных (запланированных) контрактов или задержка с выпуском изделий на рынок;
- изменения процентных ставок, и т.д.

Всякий бизнес-план, основанный на сводных финансовых прогнозах, в которых, как правило, продажи и доходы растут существенно быстрее, чем расходы и оборотный капитал, легко и успешно пройдет такой тест. Но нельзя забывать, что всякое недовыполнение планов, так же как их перевыполнение, ведет к росту потребности в дополнительном финансировании, источники которого надо идентифицировать и оценить с точки зрения вероятности его получения.

Рассматривая затем результаты такого анализа чувствительности (который можно провести с помощью внешних экспертов), легко получить хорошую основу для обсуждения с командой

менеджеров компании сделку на следующей стадии. Дело в том, что вопросы типа «Что если..?» позволяют обнаружить сильные и слабые стороны всякого бизнеса. Во многих случаях это позволяет оптимизировать структуру сделки и привести не к снижению, а к увеличению требуемого компанией объема финансирования. И наоборот, это может привести к отказу от сделки по той причине, что она не предусматривает нужных «подушек безопасности», если учредители и акционеры, а также команда менеджеров компании не дают согласия на разводнение существующего акционерного капитала, которое необходимо для адекватного финансирования бизнеса.

#### 14.5.9.2. Знакомство с менеджерами и посещение производства

Иногда бывает полезным, чтобы бизнес-план был представлен компанией лично. Это может позволить сразу же обсудить обнаруженные в нем недостатки. Если бизнес-план полностью отвечает основным инвестиционным критериям фонда, необходимо сразу же организовывать встречу с командой менеджеров в их рабочей среде. Главная цель здесь – получить пусть и ограниченное, однако очень существенное представление о самом бизнесе и о том, какие задачи ставят его менеджеры. Таким образом, можно будет предложить структуру начального финансирования сделки, а значит – получить исключительное право на ее разработку, оформленное соответствующим образом.

Очень важно, чтобы начальная оценка была проведена достаточно тщательно, хотя и при минимальных затратах. Дело в том, что расходы по due diligence ложатся на венчурных инвесторов, и в случае неудачи сделки их придется списывать и покрывать из вознаграждения за управление фондом.

На месте нужно будет оценить местоположение, производственные мощности, производительность, качество рабочего оборудования и здания, то, как протекает работа, запасы сырья, склады готовых изделий и управление производством. Надо также оценить, как действуют менеджеры в условиях активного настойчивого давления со стороны управляющих фонда во время посещения компании и раунда многочисленных опросов. Следует записать свои первые впечатления и обращаться к этим записям, изучая документацию.

Оценив в динамике работу отдела исследований и разработок и расходы на него, можно будет грубо оценить и качество технологий. То же самое в отношении отделов сбыта и маркетинга. Просмотр маркетинговых материалов и просьба к рядовому менеджеру по сбыту продемонстрировать изделие поможет лучше понять продукт или услугу инвестируемой компании и умение компании продавать. Интересен вопрос о том, насколько загружен отдел послепродажного обслуживания; насколько легкодоступна информация о том, кто кому подчиняется (среди менеджеров). Кто осведомлен, а кто нет, об эффективности работы компании, и что именно они знают? Каков здесь уровень культуры производства и бизнеса?

#### 14.5.9.3. Самостоятельное изучение рынков и технологий

В ходе обсуждения сделки с руководством компании следует сформировать систему основных данных по рынкам, конкурентам, технологиям, важнейшим потребителям продукции и поставщикам, используя для этого доступные исследования рынков, банки данных, публикации в прессе, годовые отчеты и т.п. Большой объем информации по всем отраслям промышленности сегодня общедоступен через Интернет. Часто очень полезным источником информации оказываются отраслевые

ассоциации. Важные для дела детали должны собираться и обобщаться руководством венчурной фирмы или сотрудниками отдела исследования внутреннего рынка. Эти данные могут быть точкой отсчета для оценки эффективности компании, а также ее планов. Такое изучение позволяет также найти потенциальные контакты для проверки и оценки многих сложных моментов.

#### 14.5.9.4. Решение вопроса о сделке по результатам процедуры тщательного изучения

Следующий этап due diligence ведет к расширению внешних контактов для привлечения специалистов, что не только увеличивает расходы, но и приближает время заключения сделки. Если проект привлекательный, это становится все более очевидным.

Если на этом этапе не заключить соглашение с руководством компании о возможном инвестировании и соответствующих условиях инвестирования в одной из трех упомянутых выше форм, то повышение внешнего интереса к предполагаемой сделке и крепнущая уверенность менеджеров в том, что сделка будет заключена (иначе зачем такой длительный процесс изучения?), могут осложнить процедуру закрытия сделки. Немаловажно также то, что контакты венчурного инвестора с потребителями продукции, поставщиками, конкурентами и т.д. представляют для компании коммерческий риск, на который она согласится пойти только при наличии каких-то встречных обязательств. Поэтому на этом этапе необходимо заключить с компанией соглашение по таким базовым показателям, как оценка стоимости и общий объем сделки, по партнерам и по общей структуре сделки; при этом оговариваются исключительные права на заключение сделки в течение разумного срока.

Руководители компании могут потребовать включить в это соглашение обязательство венчурной фирмы профинансировать, в зависимости от результатов due diligence, все или некоторые особые части проекта, а также другие условия, например создание синдиката.

В любом случае венчурный инвестор должен всегда иметь возможность не заключать сделку, если какой-нибудь важный аспект предложенного проекта окажется несостоятельным по результатам due diligence. Поскольку расходы при привлечении внешних экспертов могут быть существенными, между сторонами должно быть достигнуто четкое соглашение о том, кто за что платит, причем в обоих случаях – как при заключении, так и при незаключении сделки.

#### 14.5.9.5. Проведение детального тщательного изучения с привлечением внешних экспертов

В зависимости от природы сделки нередко могут потребоваться различные внешние эксперты для оценки особых ее аспектов. Одна группа экспертов может быть нанята для оценки технической стороны, вторая может состоять из клиентов, поставщиков, конкурентов, коллег, инициаторов и бывших служащих такого же бизнеса. Стоимость этой работы должна быть определена заранее. Если речь идет о компании-стартапе в области высоких технологий, могут понадобиться технические эксперты из НИИ и КБ, патентные поверенные и консультанты по исследованию рынка. Для крупной сделки МВО, скорее всего, будут наняты бухгалтеры, консультанты по налогообложению, юристы в области гражданского права и эксперты по экологии, которые должны будут проанализировать производственные показатели компании, балансовые и другие отчеты, финансовое управление, переписку менеджмента, правильность начисления и уплаты

налогов, контракты по найму и долгосрочные контракты. Кроме того, внешние аудиторы могут быть привлечены для проведения ответственных процедур анализа чувствительности.

Чрезвычайно важен инструктаж внешних экспертов. Нужно ясно указать каждому из них его особую задачу и область действий, так же как и график, требуемую глубину анализа, сферу компетенции и степень ответственности, ожидаемую от каждого эксперта. Это поможет избежать разочарований в связи с тем, что управляющая компания получит либо слишком много, либо слишком мало советов, либо слишком широкие заключения, либо слишком узкие. Инструкции и отчетность по работе экспертов должны быть детально изложены в письменной форме. Это особенно важно для дальнейших ссылок на них и для возможного включения сделки в тот или иной консорциум по соинвестированию. Важны также устные отчеты, поскольку некоторые достаточно существенные моменты консультанты могут отметить лишь устно, не включая в экспертную оценку в письменной форме.

Максимальный эффект от привлечения внешних консультантов получается там, где их привлекают на довольно ранней стадии проработки сделки и когда им обеспечивают полный доступ к материалам *due diligence*, а также к любой требуемой ими информации. Чтобы получить большую результативность, следует ввести практику промежуточных отчетов и их обсуждения. В идеале все должно быть основано на доверии и понимании стиля работы друг друга, что бывает лишь при долговременной совместной работе. Замечания и оценки типа «разумный риск» или «требует внимания» очень относительны – их значение часто трудно понять, если они исходят от нового консультанта. Поскольку венчурный капитал по определению является высокорисковым, лучше приглашать экспертов, знакомых с венчурным бизнесом, тогда можно избежать полу-

чения тривиальных заключений насчет того, что «прямые инвестиции в акционерный капитал связаны с большим риском».

Самым важным источником информации о компании остаются люди, вовлеченные в данный бизнес: клиенты компании, поставщики, служащие и т.д. Человек, с которым ведется разговор о его работе, обычно рассказывает об этом весьма охотно. Встречаться с такими людьми управляющим фондом венчурных инвестиций необходимо как можно больше. Чтобы получить от встречи или разговора по телефону все, что требуется, необходимо учитывать следующее:

- Данные по персоналу и ходу бизнеса можно получить лишь от менеджеров компании. Конечно, многих заранее предупредят насчет этого предстоящего разговора, но, отфильтровав ненужное, всегда можно выделить важную информацию из слов бывшего босса, клиента или конкурента. Не следует забывать о необходимости проверить и оценить полученную информацию по другим (своим) каналам.
- При наведении справок по персональным делам менеджмента надо доверять фактам больше, чем мнениям. Необходимо отмечать, в каком случае менеджеру удалось увеличить объем продаж, насколько удачно он выполнял различные задания, сколько раз он менял место работы. Всегда можно использовать такой подход к формулировке вопроса: «Вы бы поручили г-ну «X» организовать такой-то бизнес?».
- Наводя справки по самому бизнесу, необходимо задавать достаточно широкие вопросы, чтобы источник информации мог сам указать, что, по его мнению, важно и существенно: «Что вы думаете о такой-то компании?».



Что, по вашему мнению, могло бы улучшить качество продукции?». Обычно многие люди не любят критиковать, а искренне хотят помочь.

- Необходимо уточнить, используется ли уже продукция компании в основном производстве клиента или же только проходит испытания. Какие препоны нужно преодолеть клиенту, чтобы запустить эту продукцию в режиме серийного выпуска? Каков масштаб требуемого для этого времени? Во что обойдется переналадка? Каков срок окупаемости у такого клиента?

## 14.6. Основные выводы

Среди многих рекомендаций в отношении процедуры тщательного изучения можно выделить следующие:

- Процедуру тщательного изучения нужно проводить по этапам, чтобы свести к минимуму время и расходы.
- Процедура должна быть настолько тщательной, чтобы ее можно было завершить разработкой надлежащей структуры заключаемой сделки.
- Проведение due diligence одинаково важно как для того, чтобы обеспечить эффективный мониторинг после инвестирования, так и для того, чтобы обратить внимание на выявленные слабые позиции.

## Лекция 15.

### Заккрытие сделки

#### 15.1. Основные юридические документы, связанные со сделкой:

Кредитный договор или Договор на куплю и продажу акций, Соглашение акционеров, Изменения к Уставу

Как правило, к окончанию процедуры тщательного изучения уже готовы проекты юридически обязывающих документов, основывающихся на ранее согласованных не обладающих юридической силой документах – письме-обязательстве, перечне условий и инвестиционном меморандуме.

Ведущим при их подготовке выступает юрист венчурной компании. Расходы на оплату юристов, как правило, высоки и зависят от затраченного юристами времени. Всегда целесообразно требовать раскрытия списка выполненных работ с указанием времени и лиц, которыми они выполнялись. Необходимо заранее получить ориентировочную оценку времени, которое потребуется. Часто можно встретить практику, когда затраты на оплату юристов несет инвестируемая компания (полностью или частично). Если речь идет о синдикации, инвестируемая компания платит лишь за один набор юридических документов, связанных с ведущим инвестором.

Среди основных документов:

- Кредитный договор (loan agreement) с приложениями, облигация (note), договор на покупку облигаций, опцион на покупку акций (stock purchase option), варрант (warrant), договор на покупку варрантов.
- Договор на куплю и продажу акций (share sale and purchase agreement).
- Соглашение акционеров (shareholder agreement).
- Изменения к уставу (charter amendments).

В случае если проекты юридических документов в результате реализации процедуры тщательного изучения по содержанию существенно отличаются от того, что предусматривалось в ранее согласованных письме-обязательстве, перечне условий и инвестиционном меморандуме, необходимо немедленно встретиться с венчурным инвестором и обратить на это его внимание. Если на данном этапе он пытается «выторговать» лучшие условия и настаивает на них, лучше остановить сделку. Также надо учитывать, что некоторые юристы при подготовке проектов документов пытаются давать советы в области бизнеса, а не по правовой форме документов. Это недопустимо – юрист не должен вносить изменения в существо сделки. Во многих случаях такие попытки привели к незаключению хороших сделок.

## 15.2. Процедура подписания

Как правило, одновременно подписывается целая пачка документов в трех-десяти оригинальных экземплярах (оптимально четыре – по два каждой стороне), которые начинают действовать, только будучи подписанными одновременно. Подписание

всегда осуществляется в присутствии юристов венчурного инвестора и компании, которые просматривают и визируют документы перед подписанием.

Как правило, несколько приложений окажутся неправильными (плохая копия, отсутствие нотариального удостоверения и т.п.), и их будет необходимо немедленно исправить или доработать.

Нельзя подписывать ничего в последний момент, особенно если это не было прочитано вами и вашим юристом заранее. Подписание может занять несколько часов, и это время необходимо выделить заранее. Подписание может потребовать дополнительной оплаты времени юристов. Лучше исходить из минимальной оплаты в 1500 долларов в час.

Авторы: Иван Родионов  
Альбина Никконен

Консультант: Валентин Левицкий

Корректоры: Наталья Жуковская  
Елена Антонова  
Мария Родина

Верстка: Артур Никконен

