

ОСОБЕННОСТИ ПРОВЕДЕНИЯ DUE DILIGENCE ИННОВАЦИОННЫХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

Автор предлагает при проведении Due Diligence инновационных инвестиционных проектов особое внимание уделять следующим особенностям: трудность прогнозирования продаж (выручки), особое внимание к команде и к интеллектуальной собственности и пр.

Ключевые слова: инновационный инвестиционный проект, инновации и инвестиции, Due Diligence инновационных инвестиционных проектов: операционный, юридический, финансовый и технический.

A.V. Panchenko

THE PECULIARITIES OF CONDUCTING THE DUE DILIGENCE INNOVATIVE INVESTMENT PROJECTS

The author offers while conducting the Due Diligence innovative investment projects to give special attention to the following peculiarities: the difficulty of predicting the sales (proceeds), special attention to the team and to intellectual property and others.

Key words: innovative investment project, innovation and investment, Due Diligence of innovative investment projects: operational, legal, financial and technical.

Due Diligence (от англ. Due Diligence – должная добросовестность, должная старательность) – совокупность действий по сбору, исследованию, анализу информации о компании и (или) проекте и (или) ином объекте, в котором планируется осуществить инвестиции инвестором.

Данный термин в международном инвестиционном бизнесе применяется в сделках M&A (слияний и поглощений) [1], в венчурном инвестировании, в инвестиционных проектах.

Термин вошел в общее употребление в результате закона о ценных бумагах Соединенных Штатов 1933 (Securities Act of 1933) и касался раскрытия информации брокерами (дилерами) инвесторам о покупаемых ценных бумагах [8]. В дальнейшем термин стал применим ко всем ситуациям, когда инвестор оценивает свои вложения, прибыли и риски.

Проведение Due Diligence хорошо описано и распространено в международной практике. Что касается России, то в настоящий момент нет целостного подхода ни в теоретической, ни в практической культуре инновационного инвестирования. Хотя в последнее десятилетие такие практики постепенно начинают приходить и к нам, в основном через опыт международных консалтинговых компаний, международных инвестиционных банков и инвесторов [5].

Целью процедуры Due Diligence является получение достаточной информации с целью эффективного и безопасного инвестирования.

Многие путают процедуру Due Diligence с аудитом, тем не менее от данной процедуры ее отличает ряд особенностей. Попытаемся в таблице 1 раскрыть сущность Due Diligence сравнительным анализом с аудиторской деятельностью.

Таблица 1

Показатель	Due Diligence	Аудит
1	2	3
Цель	Получение достаточной информации с целью эффективного и безопасного инвестирования	Получение информации об объекте, его учете, отчетности и его соответствии законодательству
Субъект	Финансовые консультанты, инвестиционные банки, аудиторские компании, специализированные компании. Самостоятельно сотрудники компаний инвестора (покупателя) или продавца	Специализированная аудиторская компания (как правило, лицензируемая или член СРО). Служба внутреннего аудита

Окончание табл. 1

1	2	3
Форма	Не существует специальной формы, есть оговоренная в договоре структура	Как правило, установленные законом или СРО стандарты
Время проведения	Преимущественно перед инвестированием	Ежегодно или в указанных в законе случаях
Заказчик	Инвесторы (акционеры) со стороны покупателя или со стороны продавца	Сама компания
Основная финансовая документация для исследований	Управленческая отчётность, прогнозные финансовые модели. Отчеты оценщиков	Бухгалтерская и налоговая отчетность. Внутренние нормативные акты

Due Diligence проводится как со стороны покупателя (инвестора) – byeside, так и со стороны продавца – sellside.

При этом Due Diligence может проводиться инвесторами самостоятельно либо с привлечением финансовых консультантов, инвестиционных банков, оценочных компаний [6].

Одна из главных задач в Due Diligence – это определение текущей справедливой цены актива (fairvalue, акций компании, текущей стоимости проекта) и будущей цены актива (futurevalue) на горизонте инвестирования с целью определения его доходности.

Дальнейшее получение информации служит для цели подтверждения данных оценок и мерами для понимания рисков.

Процедура Due Diligence состоит из ряда аспектов деятельности компании (проекта), таких как:

1. Операционный (operational Due Diligence), в т.ч. маркетинговый (marketing Due Diligence).
2. Финансовый (financial Due Diligence).
3. Технологический (technical Due Diligence).
4. Юридический (legal Due Diligence).

В результате проведения Due Diligence все вышеуказанные направления объединяются в один отчет и далее анализируются комплексно.

Что касается Due Diligence инновационных инвестиционных проектов и компаний, то здесь стоит выделить ряд особенностей, описанных далее в таблице 2.

Таблица 2

Аспект деятельности компании	Содержание	Исследуемые документы	Особенности для инновационных проектов
1	2	3	4
Операционный (в т.ч. маркетинговый)	<p>Ретроспективное состояние объекта и перспективное планирование:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Анализ истории, текущего состояния бизнеса. 2. Анализ продуктов: перспективы, доходность, доля рынков. 3. Продажи, рынки сбыта. Положение компании на рынке. Конкуренты. 4. Анализ внешней среды. 5. Ресурсы. Система закупок. 6. Команда. Организационная структура. 7. Драйверы роста 	<p>1. Стратегические планы. Бизнес-планы.</p> <p>2. Планы, отчеты, бюджеты продаж.</p> <p>3. Свойства продуктов.</p> <p>4. Сертификаты.</p> <p>4. Штатное расписание</p>	<p>Наиболее важный блок, так как рынок сбыта инновационных продуктов является новым. За счет эффекта новизны и отсутствия конкуренции есть период времени для занятия большой доли рынка. Заложенный в модели объем продаж должен быть подтвержден исследованиями.</p> <p>Большое значение придается команде: опыт, функционал, взаимозаменяемость, креативность</p>

Окончание табл. 2

1	2	3	4
Финансовый	<p>Анализ текущего и ретроспективного состояния компании:</p> <ul style="list-style-type: none"> - расшифровка и структурный анализ баланса, отчета о прибылях и убытках, корректировки; - анализ динамики финансовых показателей; - анализ финансовых коэффициентов; - текущая оценка активов, капитала 	<p>Бухгалтерская отчетность, управленческая отчетность. Отчеты оценщиков</p>	<p>Необходимо учитывать интеллектуальную собственность, которая, как правило, учитывается по объему затрат на ее создание. Большое значение придается прогнозированию продаж</p>
	<p>Прогнозный финансовый анализ: прогнозный анализ стоимости активов, обязательств, капитала. Анализ финансовых рисков, количественный анализ прочих рисков. Перспективы развития компании в цифрах финансовой модели. Прогнозирование денежных потоков и будущей стоимости инвестиций</p>	<p>Управленческая отчетность, финансовые модели, заключения о перспективной стоимости компании</p>	<p>Потоки от инновационной деятельности, плохо прогнозируемые из-за неизвестности рынков (см. операционный)</p>
Технологический (в т.ч. экологический)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Производственное оборудования (технологичность, конкурентоспособность). 2. Здания, сооружения, помещения. 3. Инфраструктура. Технические условия присоединения. 4. Проектно-сметная документация. Заключение госэкспертизы. 5. Экологичность. 6. Технология производства. 7. Анализ «узких мест». 8. Анализ цепочек поставки 	<p>Технические регламенты. Технические условия. Проектно-сметная документация. Заключение госэкспертизы. Разрешение на строительство. Заключения независимых экспертов: технологические, экологические</p>	<p>Особое значение на поздних стадиях развития инновационных проектов, на переходе к стадии промышленного производства</p>
Юридический	<p>Анализ выполнения гражданского, налогового, корпоративного, трудового права. Анализ закрепления прав на активы. Анализ договоров, обязательств и прав требования. Анализ корпоративного блока. Анализ участия компании в гражданских, арбитражных делах. Административные, исполнительные производства. Трудовые отношения. Анализ претензий со стороны государственных органов. Анализ признаков банкротства</p>	<p>Правоустанавливающие документы: свидетельства, договора. Договоры, акты, спецификации и т.д. Уставы, локальные акты, реестр акционеров. Иски, претензии (с обеих сторон). Справки, протоколы и т.д. Трудовые договоры, споры, локальные акты, профсоюзы. Штрафы, предписания и т.д. Анализ кредиторской задолженности, исполнительные производства</p>	<p>Особое внимание уделяется правам на интеллектуальную собственность и исключительным правам, правам на товарные знаки, лицензиям, сертификатам.</p> <p>Анализ трудовых договоров с менеджментом и сотрудниками: права сотрудников на интеллектуальную собственность, «золотые парашюты», анализ мотивационных норм</p>

Таблица 2 дает только общий обзор аспектов Due Diligence, необходимо учитывать, что параметры и набор этих методов сильно зависят от разных факторов: стадии проекта, отрасли, опыта команды, истории проекта.

Одним из самых основных моментов инвестиционного меморандума является стратегия выхода из проекта (exit strategy), ведь большинство инновационных компаний является узкоспециализированными и труднопонимаемыми для непрофильного инвестора. Без такой стратегии проект теряет свою привлекательность для инвестора.

По результатам Due Diligence составляется сводный документ, в котором перечисляются вышеуказанные аспекты и делаются общие выводы по доходности, рискам и пр. Данный документ может носить название инвестиционного (информационного) меморандума, бизнес-плана, отчета, справки и т.д. Кроме того, большую роль играет прогнозная финансовая модель проекта, в которой указаны будущие потоки компании.

Исходя из данных потоков, можно спрогнозировать будущую стоимость компании (в случае входа через акционерный капитал) либо покрытие процентов и основного долга выручкой, прибылью, EBITDA (через долговое финансирование). Следовательно, из модели легко сформировать доходность инвестора в капитал и получить понимание источников гашения кредитов (займов).

Риски также можно определить из данной модели методами количественного анализа агрегированных показателей модели, такими как анализ на чувствительность, сценарный анализ, факторный анализ, метод Монте-Карло, различные опционные методы [2].

Что касается инновационных инвестиционных проектов, хотелось бы более подробно остановиться на нескольких значимых особенностях [4] проведения Due Diligence таких проектов:

1. Анализ продукции. Анализ рынка продаж. Прогнозирование будущих продаж является ключевым моментом формирования всей стратегии, основой составления бизнес-планов и финансовых моделей инновационных компаний. Ведь на основе потоков будущих поступлений формируется выручка, а далее и все показатели будущих потоков. В инновационных компаниях, особенно на ранних стадиях развития, рынок будущих продаж трудно прогнозируем. В случае, если сектором потребления является корпоративный или государственный сектор, ситуация намного проще, так как понятны объемы, потребности, потенциальные покупатели. В случае же, если потребителем товаров являются домохозяйства (конечные розничные потребители), необходимы предварительные маркетинговые исследования, подготовленные независимыми экспертами.

2. Команда проекта. Является вторым ключевым показателем после наличия рынка при инвестировании в инновационные проекты. Этот показатель наиболее важен при инвестировании в проекты на ранних стадиях. При анализе команды основные моменты, на которые необходимо обратить внимание: опыт участников (в т.ч. совместный), взаимодействие внутри команды, профессиональные навыки, знания, опыт, функции.

Хорошими качествами на начальном этапе являются: работоспособность, стрессоустойчивость, готовность к небольшим заработкам с дальнейшим их ростом по мере роста стоимости компании. Особое внимание следует уделить ориентированности команды на результат и рост стоимости компании [1, с. 113].

3. Прогнозирование денежных потоков и финансовых показателей. Существует еще ряд особых моментов при определении денежных потоков и финансовых показателей, таких как:

- Финансовые показатели инновационных проектов базируются больше на данных по будущим продажам, так как инновационные компании (особенно на ранних стадиях) не имеют существенных активов.

- Что касается затрат, то это, как правило, фактические данные, если компания имеет историю производства и продаж (с различными корректировками и допущениями). Если же данных по затратам нет, то необходимо воспользоваться мнением экспертов либо тщательно проверять данные инициаторов проекта.

- Прогнозирование ставки дисконтирования (а именно – надбавки за риск в отрасли и компанию). Ведь многие отрасли только формируются, а компании не имеют аналогов. В ставке дисконтирования должны быть заложены и риски проекта, которые для инновационных проектов велики.

- Прогнозный период. Должен обеспечивать возврат инвестиций. Срок действия исключительных прав должен быть соизмерим с прогнозным периодом и периодом окупаемости.

• Основным активом инновационного проекта является интеллектуальная собственность, которая отражается в учете по величине затрат на ее создание и может быть переоценена оценщиками исходя из тех же данных по планируемым продажам.

4. Интеллектуальная собственность. Является значимым показателем для инновационного проекта. Некоторые авторы и консалтинговые компании выделяют его в отдельный раздел [3, 7].

При проверке необходимо обратить внимание на закрепление прав интеллектуальной собственности (патенты, лицензии, лицензионные договоры), сроки действия данных документов (они должны быть больше сроков окупаемости проектов) [9]. Кроме этого, необходимо обращать внимание на товарные знаки, знаки отличия, имена доменов в Интернете. Особое внимание нужно обращать на случаи, когда права закреплены за сотрудниками компании и переданы компании по неисключительному лицензионному договору (в случае увольнения этих работников они могут передать права конкурентам или сами стать ими).

Кроме того, патентное право должно быть зарегистрировано на территории всех стран, где планируются рынки сбыта. Обычно все разработки подробно описываются, анализируются их вклад и выгоды при производстве будущей продукции.

5. Технологический и специализированный (отраслевой) Due Diligence в случае, если компания не имеет опыта в данной отрасли, должен проводиться с привлечением независимых отраслевых экспертов.

6. Стратегия выхода из инновационного проекта очень специфична как в США, ЕС, так и в России. Возможны следующие стратегии выхода: M&A (сделка продажи компании стратегическому инвестору), МВО (выкуп компаний менеджментом), Private Placement (частное размещение), LBO (выкуп с привлечением долгового финансирования, как правило, после прохождения стадии расширения).

Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление: пер. с англ. – 3-е изд., перераб., доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. – 576 с.
2. Brealey, Richard A. and Stewart C. Meyers. Finance: McGraw-Hill, Primis Online: Principles of Corporate Finance, Seventh Edition. – Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2003.
3. Bing G. Due Diligence. Techniques and Analysis: Critical Questions for Business Decisions. – Westport, USA, 1996. – 265 р.
4. Camp J.J. Venture Capital Due Diligence. A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns. – New York: John Wiley and Sons. Inc., 2002. – 272 р.
5. Early Stage Innovation Financing (ESIF) Facility // World Bank, InfoDev Finance. – URL: http://www.infodev.org/infodev-files/resource/Infodev%20Documents_1203.pdf.
6. Fabrizi S., Lippert S. Due diligence, research joint ventures, and incentives to innovate // University of Otago Economics Discussion Papers. – № 1113. – URL: http://www.business.otago.ac.nz/econ/research/discussionpapers/DP_1113.pdf.
7. Ulu F., Awuah G. L.P. investment fund // Meritus Ventures, L.P. – Venture Capital: Important factors for venture capital investment decision. – URL: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:239108/FULLTEXT01.pdf>.
8. The laws of mergers and acquisitions // Lawteacher. – URL: <http://www.lawteacher.net/business-law/essays/the-laws-of-mergers-and-acquisitions-law-essays.php>.
9. Meritus Ventures: Sample Due Diligence Checklist of Meritus Ventures. – URL: http://www.meritusventures.com/template_assets/pdf/diligence.pdf.

