



# Часть 3: Оценка и структурирование сделок

2022

Оценка

2

Основные условия сделок

13

**Существуют три классических метода оценки активов, которыми пользуются профессиональные оценщики и консультанты:**

**1** Затратный

- Учитывает историю проекта

**2** Доходный

- Зависит от прогнозов компании

**3** Сравнительный

- Учитывает текущие финансовые показатели

- Сколько средств было инвестировано в проект
  - привлечённых инвестиций
  - собственных средств основателей
- Сколько нужно средств, чтобы повторить результат

Венчурные фонды в стандартной ситуации затратный метод не используют, но часто держат «в уме» сумму инвестиций, уже потраченную на проект



- Стоимость актива равна текущей стоимости его будущих доходов
- Чаще всего - оценка компании методом DCF (дисконтированных денежных потоков)

Венчурному фонду важно, чтобы оценка компании в сделке была не выше оценки методом DCF. Мы всегда подтверждаем справедливость нашей оценки отчётом независимого оценщика с соответствующей лицензией, оценщик преимущественно использует метод DCF



$$V = \frac{CF_1}{(1+i)^1} + \frac{CF_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{CF_\infty}{(1+i)^\infty} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{CF_n}{(1+i)^n}$$

Где

CF = cash flow, денежный поток

i = ставка дисконтирования

n = период времени от одного до бесконечности

$$V = \sum_{n=1}^t \frac{CF_n}{(1+i)^n} + \frac{TV_t}{(1+i)^t}$$

Где

CF = cash flow, денежный поток

i = ставка дисконтирования (WACC)

n = период времени от одного до бесконечности †

† = прогнозный период

TV = terminal value, терминальная (постпрогнозная) стоимость

$$TV = \frac{CF_{n+1}}{(i-g)} = \frac{CF_n * (1+g)}{(i-g)}$$

Где

g = ставка пост прогнозного роста

**WACC (Weighted average cost of capital) - средневзвешенная стоимость капитала компании, ставка дисконтирования при расчёте денежного потока компании**

$$WACC = K_e * E / (E + D) + K_d * (1 - T) * D / (D + E)$$

- $K_e$  – стоимость собственного капитала в %;
- $E$  – Объем собственного капитала в денежных единицах (д. е.);
- $D$  – Объем заемного капитала в денежных единицах;
- $E / (E + D)$  и  $D / (E + D)$  доля (вес) собственного и заемного капитала в финансировании;
- $K_d$  – стоимость заемного капитала в %;
- $T$  – ставка налога на прибыль в %.

Например:

$$K_e = 20\%, K_d = 15\% E = 300 \text{ млн. д. е.}, D = 200 \text{ млн. д. е.}, T = 20\%$$
$$WACC = 20\% * 300 / (300 + 200) + 15\% * (1 - 20\%) * 200 / (200 + 300) = 16,8\%$$

- Нахождение аналогов вашего бизнеса
- Выяснение их стоимости из открытых или закрытых источников информации
- Определение коэффициентов, увеличивающих или уменьшающих стоимость Вашего бизнеса, в зависимости от влияния различных факторов.

**Сравнительный подход – это основной подход, который используют институциональные инвесторы при оценке проекта на венчурной стадии.**





- Открытые источники информации
  - Yahoo finance (публичные компании)
  - Crunchbase (частично открытый)
  - Публикации по сделкам
- Закрытые источники информации
  - PitchBook
  - Crunchbase
  - Bloomberg
  - Dow Jones VentureSource

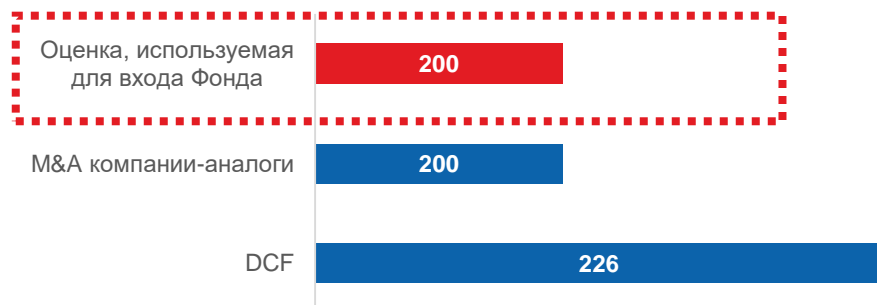
## CRM система и виртуальная телефония для МСБ

Целевая компания (target)	Описание	Инвестор	Оценка EV, млн долл.	Выручка, млн долл.	EV/Revenue
Velocify	Компания является разработчиком системы ускорения продаж со встроенной системой аналитики эффективности взаимодействия с клиентами	Ellie Mae	132,8	40,1	3,3
Marketo	Компания является разработчиком автоматизированных платформ для маркетингового взаимодействия с клиентами со встроенными системами аналитики	Adobe Systems	4750	323,4	14,7
AmoCRM	Компания является разработчиком хостинговой онлайн CRM системы для малого и среднего бизнеса	1 C	24,20	1,75	13,8
Salesforce	Публичная компания - поставщик ПО, CRM систем	Public	218330	24980	8,7
Insightly	Компания является провайдером онлайн CRM платформы со встроенными инструментами проектного менеджмента	Cloud Apps Capital Partners, Sozo Ventures, Emergence Capital Partners, etc.	203	17,7	11,5
Double Dutch	Компания является разработчиком CRM системы для анализа данных с различных ивентов	Bessemer Venture Partners, Aaron Patzer, etc	196	12,8	15,3
Insidesales.com	Компания является разработчиком системы, которая анализирует данные CRM систем и дает рекомендации по повышению продаж	Hummer Winblad Venture Partners, US Venture Partners	235	12,5	18,8
PanTerra	Компания является разработчиком платформы облачной бизнес коммуникации со встроенной CRM системой	The D.E. Shaw Group, The Halo Fund, Partners for Growth	14	2,9	4,8
<b>Медиана</b>					<b>11,5</b>
<b>Средняя</b>					<b>11,4</b>

## Суперуонденсаторные накопители

Целевая компания (target)	Описание сделки	Инвестор	Оценка EV, млн.	Выручка, млн.	EV/ Revenue
 Nesscap Energy	Приобретение 100% доли за \$25,3М в апреле 2017 г. Компания является производителем СК ячеек малой мощности	 Maxwell Technologies США	\$25,3	\$18,5	1,4x
 Cooper Industries	Приобретение 100% доли за €9,8В в ноябре 2012 г. Компания является производителем электрооборудования и приборов в том числе суперконденсаторных ячеек	 Eaton Corporation Plc США	€9,8В	€4,5В	2,2x
 Maxwell Technologies	Приобретение 100% доли за \$218М (закрытие сделки запланировано на 2-й квартал 2019 г.). Компания является производителем СК ячеек и готовых СК систем для различных отраслей, высоковольтных конденсаторов, а также разработчиком технологии сухой электродной батареи	 Tesla Inc. США	\$218	\$115	1,9x
 Yunicos	Приобретение 100% доли за £40 млн. в июле 2017 г. Компания является производителем накопителей электроэнергии для различных применений	 Aggreko Великобритания	€45,2	€28,5	1,6x
<b>Медиана</b>					<b>1,8x</b>
<b>Средняя</b>					<b>1,8x</b>

## Диапазон оценки компании (EV) pre-money



## Прогнозные параметры доходности проекта

	Вход, 2019 г.	Выход, 2023 г.	
		Базовый сценарий	Консервативный сценарий
EV/Выручка (x)	1,8x	2x	1x
Выручка (млн. руб.)	110	1113	445
EV/EBITDA (x)	10	9,4	4,7
EBITDA (млн. руб.)	19,6	236	94
Приобретение доли (млн. руб.)	60		
Выход (млн. руб.)		441	107
IRR (%)		72%	17%
CoC (x)		7,3x	1,8x

## Часть 3

## О чём сегодня поговорим?

Оценка

2

Основные условия сделок

13

- Как фонды принимают решения по тому какие условия сделки предложить?
- Так ли важна оценка стартапа и что еще играет роль при фандрайзинге?
- Может ли случиться так, что имея 90% в компании основатель получит лишь 10% от её стоимости при продаже
- Какие условия сделок являются типичными на рынке, а от каких лучше отказаться?
- Как не потерять бизнес при привлечении раунда?

**1** Инвест. предложение

- Краткий перечень основных условий сделки, который инвестор отправляет сатрапу для начала переговоров
- 1 страница word или e-mail или на салфетке

**2** TermSheet

- Согласованный сторонами документ с перечнем основных условий сделки

**3** Юридически  
обязывающие  
документы по сделке

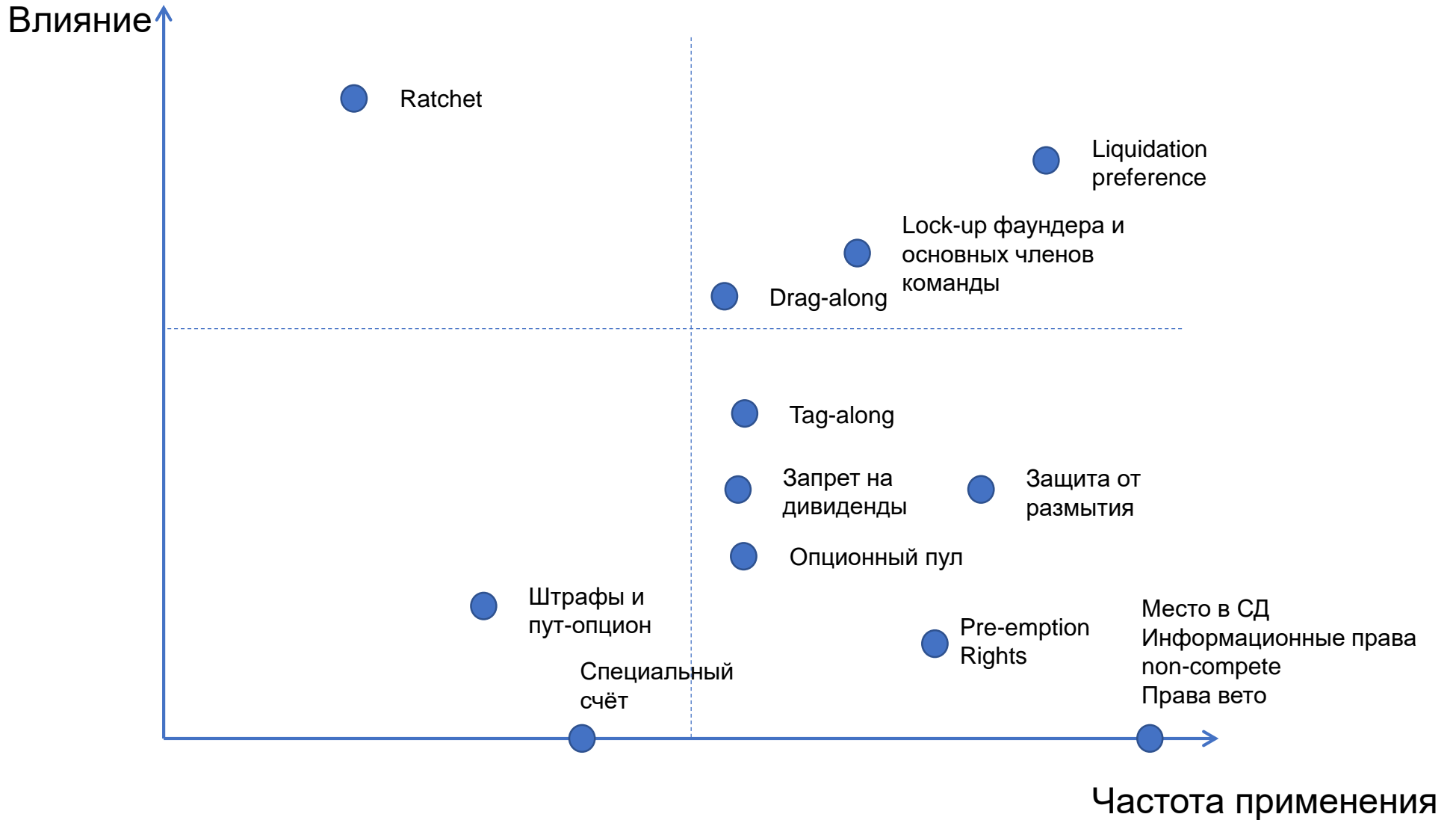
- Договор купли-продажи долей
- Договор конвертируемого займа
- Корпоративный договор
- Опционные соглашения

- Put - покупатель опциона приобрёл право (но не обязанность) продать определённое количество базового актива продавцу опциона по фиксированной цене в течение срока действия опциона
- Call - даёт право покупателю опциона купить в будущем оговоренное количество ценных бумаг по установленной в контракте цене в течение ограниченного срока



	Вклад в капитал	Конвертируемый заем	SAFE	Венчурный долг
<b>Механика</b>	Инвесторы выкупают вновь выпущенные акции (доли) компании	Заем который конвертируется в долю при наступлении определённого события по заранее оговоренной формуле	Предоплата за участие в будущем раунде финансирования с дисконтом	Долговое финансирование под %
<b>Особенности</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Не нужно возвращать</li><li>• Фиксирует оценку бизнеса</li><li>• Используется на поздний венчурных стадиях</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Не нужно оценивать актив</li><li>• Проценты не выплачиваются</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Высокая скорость и простота</li><li>• Не реализуемо в Российском праве (пока)</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Предполагает возвратность</li></ul>

- Применяется на ранних стадиях (когда сложно оценить стоимость бизнеса)
- У инвестора есть право конвертировать заем в долю
  - На следующем раунде по оценке на 20-30% ниже оценки раунда (конвертация с дисконтом)
  - По прошествии какого то времени (например по окончании 2025 года) по оценке  $X * \text{выручка последнего года}$
- При выделении займа часто покупают минимальную долю (~1%) для обеспечения корп. прав
- После конвертации ничем не отличается от входа в капитал



- Liquidation preference (ликвидационная привилегия) – право инвестора в приоритетном порядке получить оговоренную сумму при наступлении события ликвидности
  - **Non- Participating** - сначала возвращается оговоренная сумма инвесторам, затем остальным акционерам пока пропорция выплат не будет равна пропорции долей, затем выплаты распределяются пропорционально долям
  - **Participating** - сначала возвращается оговоренная сумма инвесторам, остальное делится пропорционально долям
  - С доходностью
  - Без доходности

- Liquidation preference (ликвидационная привилегия) – непропорциональное распределение средств от продажи, право инвестора в приоритетном порядке получить оговоренную сумму при наступлении события ликвидности
  - С доходностью
  - Без доходности
  - Non- Participating - сначала возвращается оговоренная сумма инвесторам, затем остальным акционерам пока пропорция выплат не будет равна пропорции долей, затем выплаты распределяются пропорционально долям
  - Participating - сначала возвращается оговоренная сумма инвесторам, остальное делится пропорционально долям

## Liq pref non-part 20%

У Фонда и со-инвесторов раунда будет приоритетное право перед другими инвесторами и основателями забрать сумму инвестиции по номиналу (490 млн. руб.) с доходностью 20% годовых на дату выхода в случае негативных сценариев (банкротство, реструктуризация, продажа компании по оценке, недостаточной для получения доходности 20% годовых)

## Liq pref part 1x

В случае (i) продажи или отчуждения иным образом участниками Компании принадлежащих им долей в уставном капитале Компании (в совокупном размере более 50%) третьему лицу (лицам), не являющимся аффилированными по отношению к Сторонам, или (ii) в случае отчуждения Компанией существенных активов Компании, (а) Фонды имеют право в приоритетном порядке перед другими участниками Компании получить сумму в рублях, в размере средств, проинвестированных в Компанию. (б) После выполнения пункта (а) Текущий инвестор имеет право в приоритетном порядке получить сумму в рублях, сконвертированную из долга в капитал Компании. После выполнения пунктов (а) и (б) оставшиеся денежные средства распределяются между участниками Компании пропорционально долям участников в уставном капитале Компании. Формула расчета суммы и порядок расчетов ликвидационной привилегии Фондов и Текущего инвестора будет указана в юридически обязывающих документах по сделке.

В случае недостаточности денежных средств у Компании для выполнения условий настоящего пункта, распределению подлежат активы Компании в эквивалентной оценке.

- Запрет на продажу долей фаундера и основных членов команды на все время участия Фонда в проекте

### Lock-up

До тех пор, пока инвестор является участником стартапа основатель и ключевые члены команды из числа владельцев не имеет право без предварительного письменного согласия инвестора, продавать, обременять, передавать или отчуждать свою долю в компании.

- Запрет на продажу долей фаундера и основных членов команды на все время участия Фонда в проекте

### Lock-up

До тех пор, пока инвестор является участником стартапа основатель и ключевые члены команды из числа владельцев не имеет права без предварительного письменного согласия инвестора, продавать, обременять, передавать или отчуждать свою долю в компании.



- “Облегченная” версия Lock-up
- Иногда инвесторы требуют от основателей или миноритариев право присоединиться к продаже их долей третьему лицу.
- Основатель не сможет продать свою долю третьему лицу, не предложив фонду поучаствовать в этой сделке пропорционально его доле

### Tag-along

В случае продажи кем-либо из Текущих участников своей доли (части доли) в уставном капитале Компании третьему лицу (третьим лицам) Фонды имеют право присоединиться к данной продаже на тех же условиях путем продажи пропорциональной части своей доли в Компании либо продать всю свою долю, если продаваемый пакет превышает 50% в уставном капитале Компании.

- Право требования совместной продажи
- Право срабатывает в случае, когда есть потенциальный покупатель и когда он направил официальное предложение с параметрами сделки о выкупе компании по цене, превышающей заранее определенное пороговое значение для drag-along
- Пороговым значением как правило является сумма оффера, которая соответствует оценке входа инвестора в проект с его минимальной годовой доходностью
- У фаундера и других совладельцев, в случае наступления drag-along call есть несколько месяцев, чтобы найти альтернативного покупателя – или по более высокой оценке или того, кто выкупит только долю инвестора.

### Пример 1

Право требовать совместной продажи после 2024 г. при наличии предложения от третьей стороны или выкупа по аналогичной цене

### Пример 2

По истечении 3 (трех) лет с даты предоставления финансирования Фонды имеют право обязать Текущих участников присоединиться к продаже 100% долей Компании третьему лицу при условии, что цена продажи 100% долей Компании составляет не менее 350 000 000 (Триста пятьдесят миллионов) рублей.

Преимущественное право –

Фонды имеют преимущественное право покупки доли в Компании в случае продажи одним участников своей доли в уставном капитале Компании третьему лицу либо при увеличении уставного капитала Компании.

- Защита от размывания
- В случае привлечения нового раунда финансирования по оценке ниже, чем пост-инвестиционная оценка сделки инвестора (post-money valuation), доля инвестора будет увеличена таким образом, чтобы стоимость его доли по результатам нового раунда не снизилась относительно предыдущего раунда
- Фактически фонд (инвестор) получают компенсацию обесценивания своей доли в виде дополнительного участия в капитале

- Денежные штрафы в размере до нескольких десятков процентов от суммы сделки
- Либо обязанность выкупа (пут-опцион) доли инвестора с повышенной доходностью
- Устанавливаются договором и могут взиматься в случае нарушения условий корпоративного соглашения - неисполнения бюджета, проведение сделок без согласования с советом директоров, в котором участвует представитель фонда и другие случаи.

- Условие, при котором фонд может увеличить долю в компании, не вкладывая дополнительные средства
- Это происходит, если компания не достигла прогнозных показателей после инвестиций и по инициативе инвестора может задействоваться перераспределение долей и изменение изначально зафиксированной оценки.

### Ratchet

В случае невыполнения компанией планов по выручке в определенном объеме на 2024 год, доля Фонда пересчитывается по формуле: (Пороговое значение получаемой выручки) \* (Доля Фонда при входе) / (Фактическая выручка), при этом доля Фонда не может быть более 49,9%

- Одобрение и внесение изменений в уставные и корпоративные документы Компании;
- Решение о выплате дивидендов;
- Решение о ликвидации и реорганизации Компании;
- Одобрение сделок по привлечению займов объемом свыше 5 млн. руб.;
- Одобрение сделок с объектами ИС;
- Одобрение любых сделок, обеспечивающих обязательства Компании (ипотека, залог, поручительство, гарантия и пр.);
- Одобрение крупных сделок, объем которых превышает в совокупности 5 млн. руб. (не включая обычную хозяйственную деятельность);
- Одобрение сделок с заинтересованностью и сделок с аффилированными лицами;
- Назначение Генерального директора и Финансового директора Компании;
- Одобрение квартальных и годовых бюджетов Компании и одобрение внесения изменений в квартальные и годовые бюджеты Компании;
- Одобрение бизнес-плана, стратегии развития Компании;
- Принятие решений об инициировании любого спора в любом суде или медиации, если заявленный объем иска/медиации превышает 1 млн. рублей;
- Принятие решений о приобретении или отчуждении любых акций или долей в уставном капитале любых юридических лиц;
- Одобрение учреждения, участия или прекращения участия Компании в любых других юридических лицах, открытия филиалов и представительств Компании;
- Установление размера вознаграждения и денежных компенсаций персоналу Компании, которые могут повлечь расходы в размере более 5 млн. руб. в год на одного сотрудника;



### Основные права фонда

- Участие в Совете Директоров: 1 от Фонда, 1 от со-инвестора, 2 от текущих участников Компании, 1 – независимый. У представителей Фонда и со-инвестора права вето по широкому перечню вопросов
- Решения на ОСУ принимаются 83% голосов
- Широкий набор корпоративных прав Фонда: Liq pref part 1x, Anti-Dilution (weighted average broad-based), tag-along, drag-along, Pre-emption Rights
- Lock-up фаундера на все время участия Фонда в проекте
- Контроль за расходованием денежных средств: режим спец. счета расходования денежных средств с правом доступа ко всем счетам с целью просмотра, назначение финансового директора с правом второй подписи, права вето Фонда по контролю расходов со спец. счёта
- Условие non-compete от основателя

- Доля Основателя – до сделки с инвестором 2/3 компании или 66,7%
- Инвестор готов предоставить до \$2 млн. инвестиций в Компанию в 2022 году по оценке \$3 млн для реализации представленной стратегии
- Liquidation preference: В случае негативных сценариев (банкротство, реструктуризация, продажа компании по низкой оценке), у Инвестора будет приоритетное право перед другими инвесторами и основателями забрать сумму инвестиций по номиналу (\$2 млн) с доходностью 8% годовых на дату выхода
- Anti-Dilution: В случае выпуска Компанией новых долей в рамках нового раунда финансирования по цене, ниже стоимости долей, приобретенных Фондом, стоимость долей Фонда должна быть рассчитана заново таким образом чтобы стоимость долей Фонда не была ниже суммы инвестиций Фонда
- Drag-along: Право требовать совместной продажи после 2025 г. при наличии предложения от третьей стороны или выкупа по аналогичной цене

### 3 сценария:

- Базовый: компания развивается по плану и её покупает стратегический инвестор за \$10 млн в 2026 году
- Консервативный: у компании не хватает средств на операционное развитие, она привлекает дополнительный раунд от стороннего инвестора в \$1 млн по оценке \$3 млн и её покупает стратегический инвестор за \$7 млн в 2026 году
- Провальный: компания не развивается по плану и её удаётся продать лишь за \$4 млн в 2026 году