

**II ВСЕРОССИЙСКАЯ
К О Н Ф Е Р Е Н Ц И Я**

20–21 апреля 2006 г. МОСКВА

**УПРАВЛЕНИЕ
КОРПОРАТИВНЫМИ
ФИНАНСАМИ**

**СОВРЕМЕННЫЕ ТЕХНОЛОГИИ
ФИНАНСИРОВАНИЯ РОССИЙСКОГО БИЗНЕСА**

Венчурное финансирование: оценка стоимости компаний и корпоративное управление¹

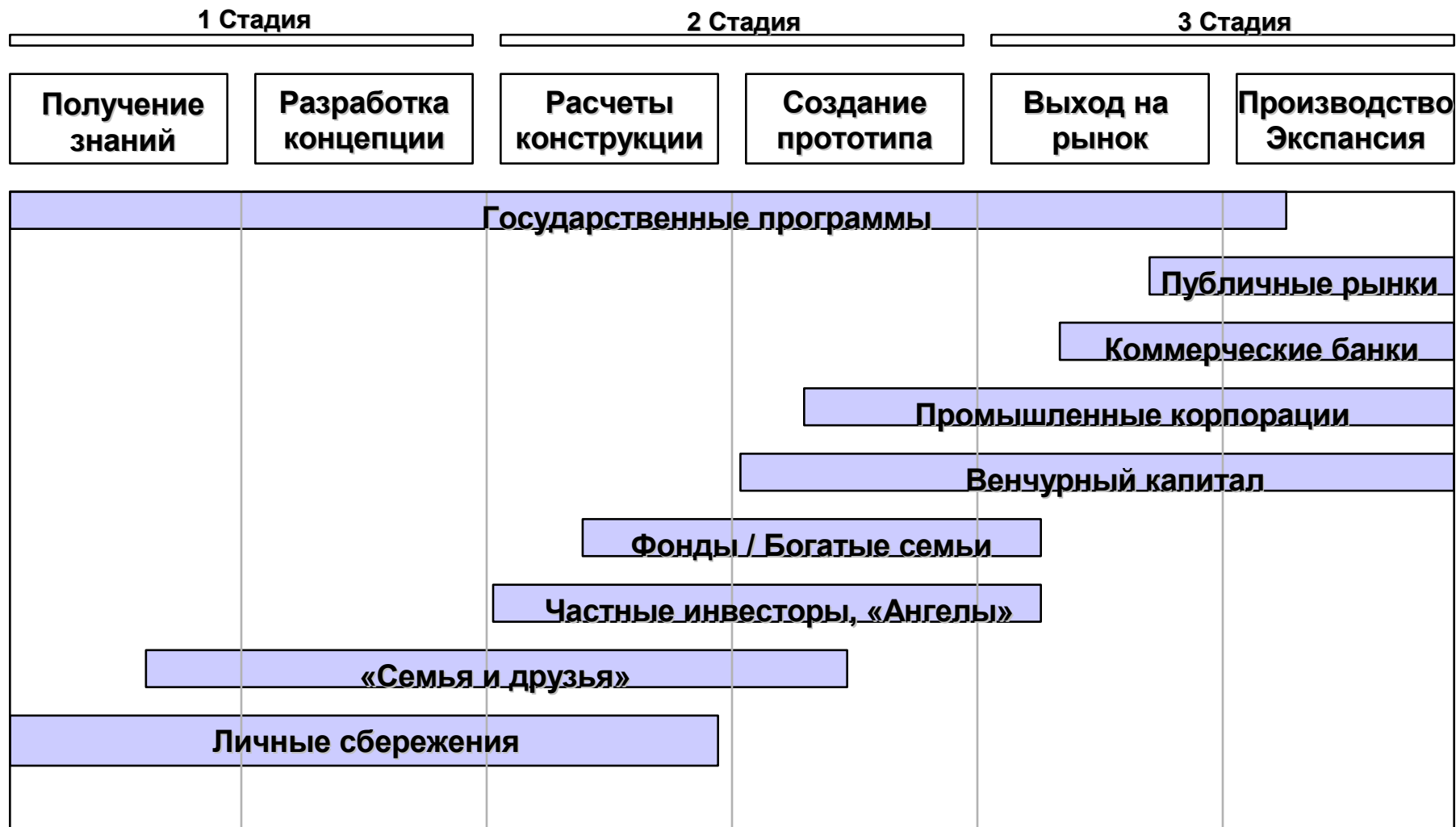
Лукашов Андрей Валерьевич²

¹ Сокращенный вариант одноименной статьи в журнале «Управление корпоративными финансами», 2, 2006.

² Руководитель отдела финансов и инвестиций компании «Форум-консалтинг» www.forumconsulting.ru

Структура рынков капитала для финансирования инноваций

Венчурный капитал является одним из наиболее эффективных, хотя далеко не единственным, методом финансирования молодых инновационных предприятий



Система венчурных инвестиций: формальные и неформальные контракты

Задача венчурных капиталистов – направлять институциональные и частные капиталы на финансирование новых предприятий, которые испытывают значительные трудности в получении финансирования от других поставщиков капитала.

Формальные контракты

Инвестиции в венчурный фонд →

Инвестиции, консультации, репутация →

Права партнеров в венчурном

Доля в акционерном капитале,

← фонде

← контроль над компанией



Обещание получить прибыль

Предприниматель возвращает себе

← на инвестиции

контроль над компанией в случае

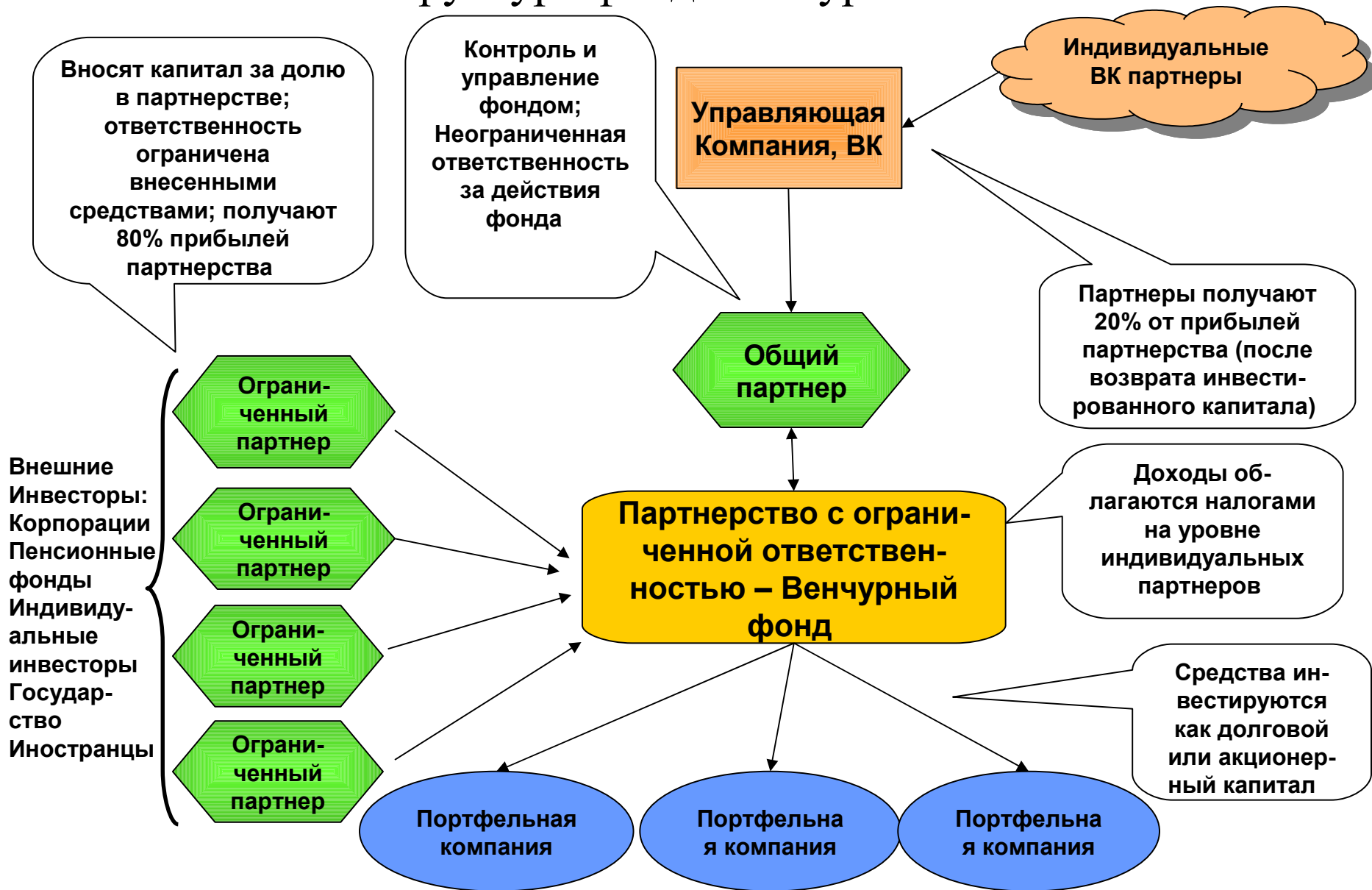
проведения успешного IPO →

Инвестиции в последующие венчурные фонды,

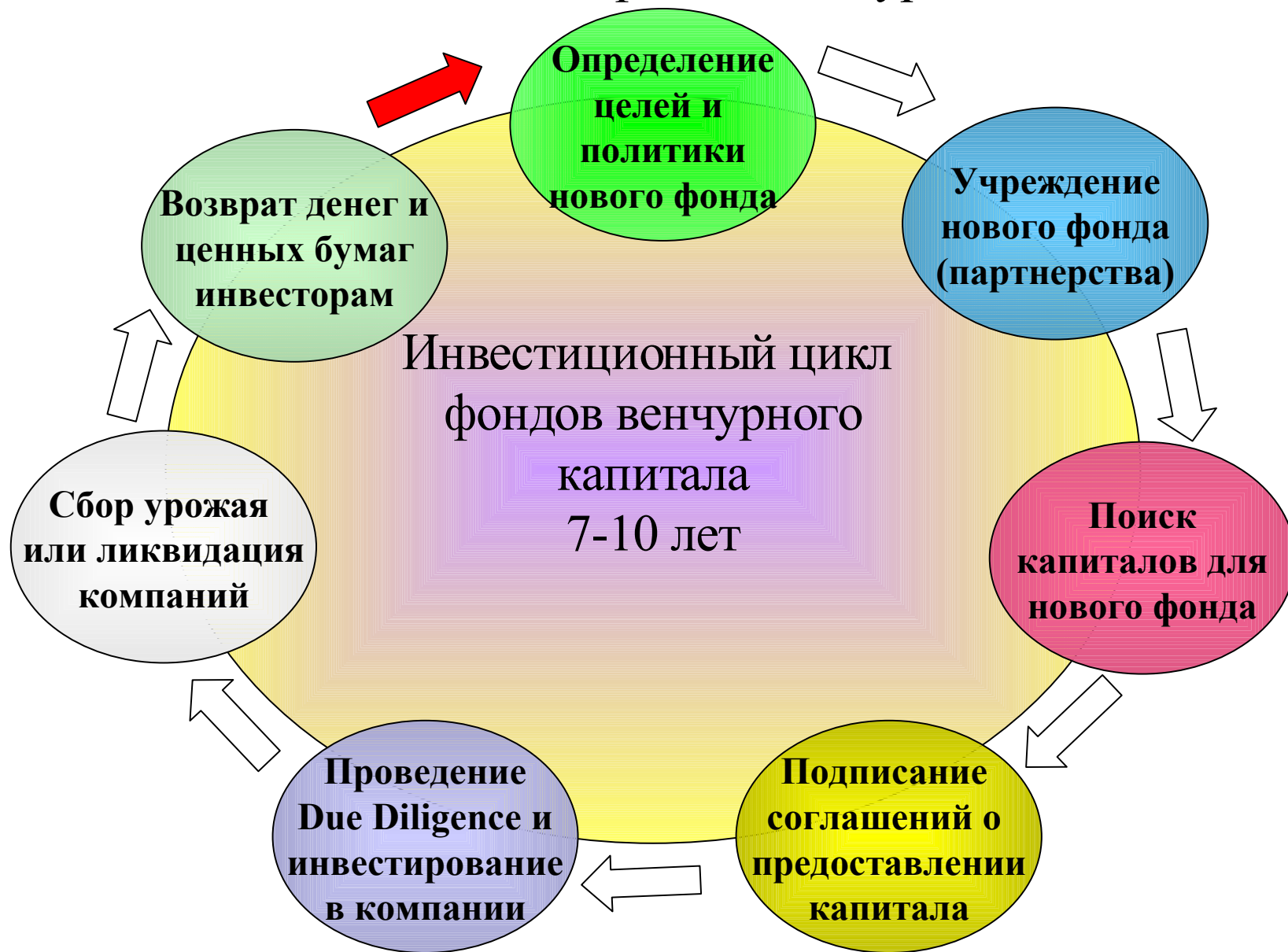
если удовлетворяют размеры прибыли →

Неформальные контракты

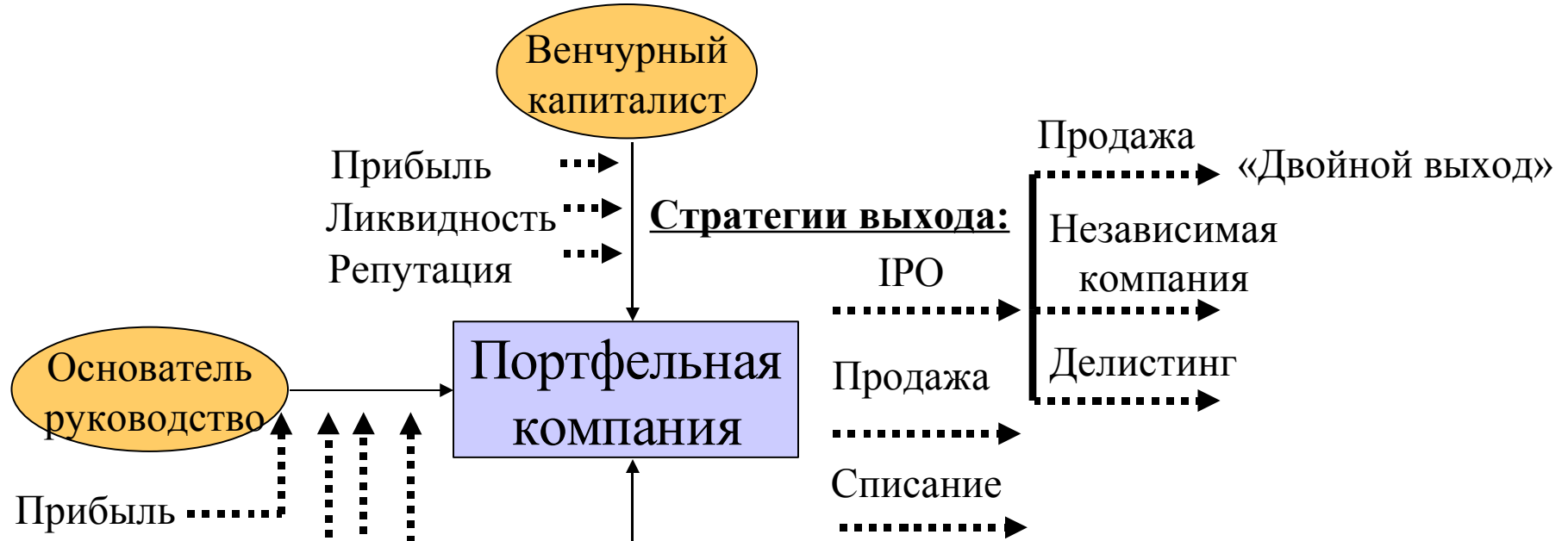
Типичная структура фонда венчурного капитала



Инвестиционный цикл фондов венчурного капитала



Решение о «выходе» является результатом переговорного процесса



Основные способы выхода компании из венчурной фазы развития: продажа или IPO (США)



До-инвестиционная и после-инвестиционная стоимость компании

- До-инвестиционная стоимость - это стоимость бизнеса до вливания венчурных инвестиций.
- После-инвестиционная стоимость – это до-инвестиционная стоимость вместе со стоимостью полученных инвестиций.

Пример: Так как стороны договариваются о том, какую долю акционерного капитала (equity) получит инвестор в обмен на инвестиции, то удобнее начинать расчет с после-инвестиционной стоимости. Например, если инвестор договаривается получить 1/3 компании (т.е. акционерного капитала) в обмен на \$1 млн. инвестиций, то после-инвестиционная стоимость бизнеса оценивается в \$3млн. ($\1×3) и, соответственно, до-инвестиционная стоимость бизнеса равна \$2 млн. ($\3 млн. минус \$1 млн. полученных инвестиций). После определения стоимости бизнеса вычисляется стоимость акций. Если компания уже имеет 500 тыс. заявленных обыкновенных акций в до-инвестиционной фазе, то инвестор должен получить дополнительно 250 тыс., чтобы в итоге получить 1/3 акционерного капитала. Соответственно, стоимость одной акции равна \$4 ($\1 млн. / 250 тыс.).

- До-инвестиционная стоимость = (Кол-во старых акций) x (новая цена акции)
- До-инвестиционная стоимость = После-инвестиционная стоимость – инвестиции
- После-инвестиционная стоимость = До-инвестиционная стоимость + инвестиции
- После-инвестиционная стоимость = Инвестиции / Процент полученной доли в капитале
- После-инвестиционная стоимость = Совокупное кол-во акций (новых и старых) x Цена акции
- Цена акции = Инвестиции / Количество новых выпущенных акций
- Цена акции = До-инвестиционная стоимость бизнеса / кол-во полностью разводненных акций
- Прирост цены = Цена акции нового раунда / цена акции предыдущего раунда
- Прирост цены = До-инвестиционная стоимость нового раунда / после-инвестиционная стоимость предыдущего раунда.

До-инвестиционная и после-инвестиционная стоимость. Пример

Компания «АБВ» полностью принадлежит своим основателям. Основатели имеют 6 млн. акций при инвестициях в капитал компании \$50 тыс. Основателям нужен дополнительный капитал для развития бизнеса. Венчурный фонд согласился инвестировать в компанию \$2 млн. в обмен на 40% бизнеса (см табл. 2).

Таблица: Пример вычисления цены новой цены акций.

Акционеры	Вид акций	Кол-во акций	Инвестиции	Цена за акцию
Основатели	Обыкновенные	6 млн.	\$50 тыс.	\$0,0083
Инвестор	Привилегированные конвертируемые	4 млн.	\$2 млн.	\$0,50

После-инвестиционная стоимость = \$2 млн (инвестиции) / 40% (Процент полученной доли в капитале) = \$5 млн.

Цена акции = \$2 млн. (инвестиции) / 4 млн. (кол-во новых акций) = \$0,50 за акцию.

После-инвестиционная стоимость = 10 млн. (кол-во новых и старых акций) x 0,50 (цена акции) = \$5 млн.

До-инвестиционная стоимость = 5 млн. (кол-во старых акций) x \$0,50 (цена одной акции) = \$3 млн.

До-инвестиционная стоимость = \$5 млн. (после-инвестиционная стоимость) - \$2 млн. (инвестиции) = \$3 млн.

Прирост цены = \$0,50 (цена акции нового раунда) / \$0,083 (цена акции предыдущего раунда) = 60

Прирост цены = \$3 млн. (до-инвестиционная стоимость нового раунда) / \$50 тыс. (после-инвестиционная стоимость предыдущего раунда) = 60.

Оценка стоимости венчурных компаний

Таблица: Оценка стоимости компании в зависимости от ее стадии развития .

Этап финансирования	Стадия развития компании	Имеющиеся данные для оценки	Целевая IRR (годовая)	Оценка стоимости
«Посев» (Seed)	Инкорпорация, начальные разработки	Концепция, бизнес-модель	> 80%	От \$1 млн. +
Стартап, Серия «А»	Разработка продукции	Подтверждение модели, время до выхода на рынок	50-70%	От \$3 млн. +
Серия «В»	Начало поставок	Предварительная выручка	40-60%	От \$7,5 млн.
Серия «С»	Поставки	Прогнозируемая выручка	30-50%	От \$10 млн.
Поздняя стадия («Мезанин»)	Поставки, достижение прибыльности	ЕВITDA, чистый доход	20-35%	От \$20-25 млн.

Источник: Understanding Valuation: A Venture Investor's Perspective, 2003, Boston Millenia Partners [12]



Средняя после-инвестиционная стоимость венчурных компаний

Оценка стоимости компании по методу «венчурного капитала»

Первый этап: вычисление будущей стоимости (forward value) планируемой инвестиции.

На первом этапе будущая стоимость вычисляется по формуле: $FV = PV (1 + r)^N$ где r – целевая норма доходности (IRR), N – временной горизонт инвестиции (время до выхода из инвестиции и реализации прибыли).

Пример А: при 35 % годовом IRR и временном горизонте 5 лет, будущая стоимость \$1млн. инвестиций равна $FV = \$1 \text{ млн.} \times (1 + 0,35)^5 = \$4,5 \text{ млн.}$

Второй этап: вычисление конечной стоимости (terminal value) компании при выходе из инвестиции.

Один из способов вычислить конечную стоимость компании – это использовать метод сравнения с компаниями-аналогами. Прогнозируемый к этому времени чистый доход на акцию умножается на среднее соотношение цены акций к доходу для сопоставимых компаний-аналогов. В целях сравнения венчурные инвесторы подбирают несколько зрелых и ликвидных компаний, чьи характеристики в наибольшей мере соответствуют профилю компании, в которую хочет превратиться начинающий бизнес.

Примечание: Выбор компаний-аналогов может оказать существенное влияние на оценку стоимости. Поэтому одна группа компаний-аналогов может больше устраивать инвесторов, а другая – основателей компании.

Пример А (продолжение): если прогнозируемый чистый доход через 5 лет равен \$1 млн., а среднее соотношение цены к чистому доходу для сопоставимых компаний-аналогов равно 15, то прогнозируемая через 5 лет стоимость компании равна $TV = \$1 \text{ млн.} \times 15 = \15 млн.

Оценка стоимости компании по методу «венчурного капитала»

Третий этап: определение необходимой доли в акционерном капитале компании (т.е. доли собственности).

Для того, чтобы определить необходимую инвестору долю в акционерном капитале, следует разделить будущую стоимость инвестиций (первый этап) на прогнозируемую конечную стоимость компании при выходе из инвестиции.

Пример А (продолжение): Доля в капитале (доля собственности) = \$4,5 млн. / \$15 млн. = 30%.

Четвертый этап: вычисление количества необходимых новых акций для инвестора и цену акции.

Количество новых акций для венчурного инвестора вычисляется из формулы:

Доля в капитале = Кол-во новых акций / (Кол-во новых акций + кол-во старых акций).

Пример А(продолжение): $30\% = \text{НА} / (\text{НА} + \text{СА})$, где НА – количество новых акций, и СА – количество старых акций. Из формулы следует, что $\text{НА} = \text{СА} \times [0,3 / (1-0,3)] = 0,43 \times \text{СА}$.

Предположим, что количество старых акций у компании равно 1 млн. Тогда количество новых акций должно быть 430 тыс. Цена акции равна инвестициям поделенным на количество требуемых акций: Цена = \$1 млн. / 430 тыс. = \$2,33 за акцию.

Пятый этап: вычисление до-инвестиционной и после-инвестиционной стоимости компании.

Пример А(продолжение): Если 30% компании приобретаются инвестором за \$1 млн., то полная после-инвестиционная стоимость компании равна $\$1,00 / 0,30 = \$3,33$ млн. До-инвестиционная стоимость компании = $\$3,33 - \1 млн (инвестиции) = \$2,33 млн.

Оценка стоимости компании по методу «венчурного капитала»

Шестой этап: прогнозирование т.н. «пропорции удержания (retention ratio)».

Большинство компаний проходят через несколько раундов финансирования до момента выхода инвесторов из доли. Будущие инвесторы получат определенную долю в акционерном капитале и размоют долю первоначальных инвесторов.

«Пропорция удержания» = $[1 / (1 + \% \text{ в капитале будущей эмиссии для будущих инвесторов})]$.

Пример А(продолжение): Ожидается, что инвесторы в будущих раундах финансирования получат 10% компании, то «пропорция удержания» = $[1 / (1 + 0,1)] = 90,9\%$.

Вариант Б: Ожидается, что в будущем 10% акций будут проданы менеджерам и сотрудникам компании, а затем при проведении IPO 30% акций будут предложены для публичного размещения на бирже. В данном случае «пропорция удержания» = $1 / [(1 + 0,1)(1 + 0,3)] = 70\%$.

Седьмой этап: вычисление требуемой доли в капитале и цены акции с поправкой на прогнозируемое размывание.

Требуемая доля в капитале с поправкой на размывание = первоначальная доля в капитале поделенная на «пропорцию удержания».

Пример А(продолжение): В данном примере требуемая доля в капитале с поправкой на размывание = $30\% / 90,9\% = 33\%$. В этом случае, если инвестор в первом раунде получит 33% собственности и затем его доля будет размита на 10% перед выходом из инвестиций, то конечная доля в капитале составит 30%. Цена акций в первом раунде в учетом ожидаемого размывания составит \$2,00 за акцию.

Защита от размывания акций при раундах с понижением цены

- Если цена акций при последующем раунде финансирования увеличивается, то это называется «up-round» (раунд с повышением). Если цена акций при последующих раундах снижается – то это называется «down round» (раунд с понижением). Раунды с понижением происходят, если компания сталкивается с непредвиденными трудностями и не справляется с заявленными темпами развития, или же при массовой коррекции на рынках капитала, когда снижаются оценки стоимости всех компаний.
- Существует два основных механизма защиты от размывания при раундах с понижением: метод «полного храповика» (full ratchet) и метод «взвешенного среднего» (weighted average ratchet).
- Согласно методу «полного храповика», если компания проводит дополнительную эмиссию привилегированных акций по цене ниже цены привилегированных акций предыдущего раунда, то цена конверсии (в обыкновенные акции) меняется для того, чтобы соответствовать новой более низкой цене. Таким образом, при конверсии количество получаемых обыкновенных акций увеличивается и доля инвестора в капитале компании остается неизменной.
- Метод «взвешенного среднего» считается менее жестким по отношению к держателям обыкновенных акций.
- Существует несколько формул «взвешенного среднего», наиболее распространенной из которых является следующая:

$$НЦК = СЦК \times \frac{A + C}{A + D}$$

• где НЦК – новая цена конверсии, СЦК – старая цена конверсии. А = количество объявленных акций до размывания, D = количество акций, выпущенных при размывании, С = количество акций, которые были бы выпущены при размывании, ЕСЛИ БЫ цена акций была равна СЦК.

Защита от размывания акций при раундах с понижением цены

В качестве иллюстрации вернемся к предыдущему примеру. Предположим, что компания «АВВ» нуждается в дополнительном финансировании и еще не готова к выходу на публичные рынки через проведение IPO, а первоначальный инвестор не может или не хочет предоставить дополнительное финансирование. Компания находит инвестора, который готов инвестировать \$1 млн., но только по цене за акцию \$0,10.

Таблица. Защита от размывания при раундах с понижением цены акций.					
Акционеры	Вид акций	Кол-во акций	Инвестиции	Цена за акцию	% в капитале компании
Основатели	Обыкновенные	6 млн.	\$50 тыс.	\$0,0083	60%
Инвестор, серия «А»	Привилегированные конвертируемые	4 млн.	\$2 млн.	\$0,50	40%
Дополнительный раунд финансирования по цене \$0,10 за акцию.					
Инвестор, серия «В»	Привилегированные конвертируемые	10 млн.	\$1 млн.	\$0,10	
Защита привилегированных акций серии «А» по методу «полного храповика»					
Инвестор, серия «А»	Привилегированные конвертируемые	20 млн.	\$2 млн.	\$0,10	Основатели 17% Серия «А» 56% Серия «В» 28%
Защита привилегированных акций серии «А» по методу «взвешенного среднего»					
Инвестор, серия «А»	Привилегированные конвертируемые	6.6666. 667	\$2 млн.	\$0,30	Основатели 26% Серия «А» 29% Серия «В» 44%

Привилегированные конвертируемые акции

- Основным инструментом финансирования начинающих компаний со стороны венчурных капиталистов [1] являются конвертируемые привилегированные акции [2].
- Как правило, привилегированные акции комбинируются с особыми правами и привилегиями, которые защищают инвесторов от возможной потери инвестиций и гарантируют получение гарантированных прибылей.
- Конвертируемые привилегированные акции обычно дают их держателям право конверсии в обыкновенные акции по своему желанию в любой подходящий момент. При конверсии венчурный капиталист теряет все права и привилегии, связанные с привилегированными акциями.
- Несмотря на потерю привилегий, инвесторы конвертируют свои акции в обыкновенные, если после конверсии они получают более крупную сумму от продажи своей доли в компании, чем если бы они получили при сохранении привилегированных акций.
- При проведении IPO привилегированные акции автоматически конвертируются в обыкновенные. Однако при продаже компании у венчурных капиталистов есть выбор: следует ли конвертировать привилегированные акции в обыкновенные и разделить вырученные средства с держателями обыкновенных акций, или же следует сохранить привилегированные акции и получить долю вырученных от продажи компании средств, которая полагается держателям привилегированных акций.

[1] Другие категории инвесторов, т.н. «родственники и семья», а также «ангелы», как правило, получают обыкновенные акции. Основатели компаний также получают обыкновенные акции.

[2] Использование привилегированных акций в венчурном финансировании значительно отличается от использования привилегированных акций в зрелых компаниях.

Ликвидационная привилегия

- Ликвидационная привилегия является одной из основных привилегий привилегированных акций.
- Ликвидационная привилегия – это право держателя акции получить определенную сумму при ликвидации компании до того, как какие-либо выплаты сделаны в пользу держателей обыкновенных акций.
- Под «ликвидацией» в венчурном финансировании понимается широкий перечень трансакций [1], таких как слияние, реорганизация, продажа акций или активов компании, любая другая сделка или серия сделок, в результате которых держатели большинства акций до сделки теряют большинство голосов после сделки. Таким образом, в венчурном финансировании «ликвидация» компании может произойти как при полном банкротстве, так и при грандиозном успехе компании.
- Обычно ликвидационная привилегия определяется как «множитель», на который умножается размер первоначальной инвестиции.
- Например, «2х кратная ликвидационная привилегия» означает, что инвестор при «ликвидации» компании имеет право на первоочередное получение суммы, двукратно превышающей размер инвестиций. После уплаты «ликвидационной привилегии» оставшиеся от продажи компании средства распределяются среди держателей обыкновенных акций на пропорциональной основе.
- Более 98% всех инвестиционных контрактов дают венчурным капиталистам «ликвидационную привилегию» - за каждую привилегированную акцию они имеют право получить определенную сумму, которая, как правило, равна сумме первоначального взноса (максимально 12).

[1] Перечень трансакций, подпадающих под определение «ликвидации» фиксируется в Уставе компании.

Категории привилегированных конвертируемых акций

- **«Не участвующие» привилегированные акции (Non-Participating Preferred).** Это привилегированные акции, которые не участвуют в распределении остающихся средств.
- **Полностью участвующие привилегированные акции (Fully-Participating Preferred):** Это привилегированные акции, которые после получения «ликвидационной премии», участвуют в распределении всех оставшихся средств наравне с обыкновенными акциями, в пропорции, как если бы они были конвертированы в обыкновенные акции.
- **Привилегированные акции, участвующие с ограничениями (Participated Preferred subject to a cap):** Это наиболее часто встречающийся вид привилегированных акций. Данная категория акций получает «ликвидационную привилегию», а затем участвует в распределении оставшихся средств, вплоть до достижения определенного «потолка» (cap). После достижения «потолка», все оставшиеся средства получают обыкновенные акции.
- **Пример:** если венчурный капиталист инвестирует в компанию \$10 млн. с «1-кратной ликвидационной привилегией» и «участием с 3-кратными ограничениями», то при ликвидации компании он имеет право получить вплоть до \$30 млн., после чего все оставшиеся средства получат держатели обыкновенных акций. Предположим, что привилегированные акции при конвертировании составят 50% обыкновенных акций. Если компания была продана за \$60 млн., то сначала владельцы привилегированных акций получают \$10 млн. ликвидационную привилегию. Следующие \$40 млн. распределятся 50/50 между держателями обыкновенных и привилегированных акций (и доля ВК достигнет «потолка» в \$30 млн.) Оставшиеся \$10 млн. будут выплачены держателям обыкновенных акций. Однако, если компания продана за \$70млн., то расчеты меняются. В этом случае венчурный капиталист должен конвертировать свои акции в обыкновенные. Как владелец 50% обыкновенных акций (после конверсии) он утратит ликвидационную привилегию, но получит 50% всех вырученных средств или \$35 млн.

Участие в Совете директоров

- Большинство важных корпоративных решений принимаются в совете директоров компании.
- Как правило, на ранних стадиях финансирования венчурные капиталисты не имеют большинства в совете директоров.
- С каждым очередным этапом финансирования инвесторы получают дополнительные голоса в совете директоров. Поэтому с течением времени контроль в совете директоров переходит от предпринимателя к венчурным капиталистам.
- Согласно одному из исследований в 77% обследованных фирм контроль над советом директоров находился в руках венчурных капиталистов. Надо отметить, что в обследованной выборке в среднем компании прошли через 3 раунда финансирования. Этого было достаточно для перехода контроля над советом директоров в руки венчурных капиталистов.
- При IPO привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции и теряют особые права в совете директоров.
- Таким образом, при успешном IPO контроль над советом директоров возвращается к основателям компании.

Негативные (запретительные) обязательства

В большинстве венчурных контрактов негативные обязательства играют роль «защитных механизмов». Наиболее важными негативными обязательствами являются те обязательства, которые защищают положение венчурных капиталистов в компании:

- Запрет на проведение бизнес-комбинаций (81% всех контрактов). Любая сделка по бизнес комбинациям должна предварительно получить одобрение со стороны венчурных капиталистов.
- Запрет на внесение в устав компании изменений без одобрения венчурными капиталистами (91% всех контрактов)
- Запрет на выкуп компанией обыкновенных акций у их держателей.
- Запрет на выплату дивидендов по обыкновенным акциям (71%)
- Запрет на дополнительную эмиссию привилегированных акций (80,3%).

Большинство инвестиционных контрактов содержат несколько негативных обязательств (запретов). Негативные обязательства перестают действовать после проведения IPO.