

Лукашов Андрей Валерьевич

ВЕНЧУРНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ: СТОИМОСТЬ КОМПАНИЙ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ (ЧАСТЬ 2)

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: венчурное финансирование, структура капитала, бридж-ноты, стоимость компании, корпоративное управление, право регистрации и выкупа акций

Во второй части статьи описываются формы заемного финансирования, применяемые в венчурном финансировании, приводятся примеры составления предварительного соглашения для бридж-нот и оценки стоимости компании на поздней стадии развития. Также автор знакомит читателей с последними тенденциями в формировании структуры капитала при венчурном финансировании.



ВИДЫ ЗАЕМНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ И БРИДЖ-ФИНАНСИРОВАНИЕ (BRIDGE FINANCING)

а начальных этапах развития молодые инновационные предприятия характеризуются отсутствием положительных денежных потоков и, соответственно, неспособностью обслуживать долговые обязательства. Таким образом, до момента проведения IPO или процедуры продажи компании (trade sale) основной формой финансирования является акционерный капитал. Однако это не означает, что предприятия на ранних стадиях развития вообще не используют заемное финансирование. Молодые компании, еще не имеющие положительных денежных потоков, способны выполнить долговые обязательства в двух случаях:



Лукашов А. В. — независимый консультант, руководитель отдела финансов и инвестиций компании «Форум-Консалтинг». Работал в ряде консалтинговых компаний в США и России, консультировал компании Motorola, Sears, United Airlines, Bosch, Associates First Capital и др. Автор ряда научных публикаций и семинаров. Преподавал в ГУ-ВШЭ на факультете менеджмента (г. Москва)

— если в ближайшее время ожидаются новые вливания акционерного капитала;

— если в ближайшее время планируется достичь положительных денежных потоков.

Для зрелых компаний заемное финансирование привлекательно, поскольку оно не размывает акционерный капитал. Однако на венчурной стадии развития заемное финансирование способно изменять права и привилегии акционеров (особенно держателей привилегированных акций), поэтому на его получение, как правило, требуется их согласие. Следует отметить, что существующие формы заимствований могут либо не противоречить интересам акционеров компании, а также не влиять на их положение, либо наоборот.

Для молодых компаний на начальных стадиях развития доступными являются четыре формы заимствований:

— товарный кредит (финансирование со стороны поставщиков);

— финансирование дебиторской задолженности (факторинг);

— банковское кредитование под персональные гарантии третьей стороны;

— бридж-финансирование (Bridge Financing).

Товарный кредит от поставщиков является наиболее дешевой формой финансирования, поскольку в данном случае залогом выступает закупленное оборудование, что значительно снижает кредитные риски и, соответственно, стоимость кредита. Финансирование дебиторской задолженности (факторинг) также можно назвать относительно дешевой формой заимствований. Факторинг — это финансовая услуга, которую банки или специализированные финансовые организации оказывают фирмам с устойчивой клиентской базой и предсказуемыми (хотя и растянутыми во времени) денежными потоками оплаты. Стоимость подобной формы кредитования зависит от ожидаемого банком (фактором) процента невозврата по дебиторской задолженности.

Кроме того, молодая компания может получить банковский кредит или кредитную линию под личные гарантии третьей стороны (юридического или физического лица).

Однако в этом случае третья сторона требует предоставления определенных гарантий в виде доли в акционерном капитале и компенсации за риск (опционы и варранты). Как показывает практика, долговое финансирование под гарантии третьей стороны оказывается более дорогой формой, чем традиционное банковское кредитование.

Наконец, наиболее дорогой формой заимствований для молодых компаний является бридж-финансирование — основная форма долгового финансирования для компаний на венчурной стадии развития. Бридж-финансирование применяется в том случае, когда компания израсходовала все средства, полученные в предыдущем раунде финансирования, и ожидает в ближайшем будущем проведение следующего раунда. Как правило, компании получают бридж-займы (bridge loans) от уже сложившегося синдиката инвесторов, которые финансировали компанию на предыдущих этапах. Также существуют особые венчурные фонды, специализирующиеся только на предоставлении займа в форме бридж-финансирования. К их помощи компания может обратиться в тех случаях, когда имеющиеся инвесторы в силу каких-либо причин не способны предоставить дополнительный капитал.

Бридж-финансирование обычно осуществляется в форме долговых нот (bridge notes), с помощью которых компания может достичь следующего раунда. После его завершения ноты должны быть оплачены и погашены. Кроме того, часто используются конвертируемые ноты (convertible promissory notes), предоставляющие их держателям возможность конвертировать ноты в акции в течение следующего раунда финансирования. Как правило, годовая кредитная ставка по бридж-нотам составляет 8%, а при конверсии их в акции держатели получают скидку 5–15% от стоимости акций.

Для успешных компаний бридж-финансирование является важным шагом на пути к следующему раунду финансирования и служит залогом того, что в нем наряду с новыми

будут принимать участие и существующие акционеры. Однако в случае если компания испытывает затруднения в привлечении дополнительного акционерного капитала, и бридж-ноты являются единственным источником финансирования, то интересы держателей нот и акционеров могут не совпадать, при этом преимущество получают держатели долговых нот.

Предварительное соглашение (Term Sheet) для конвертируемых бридж-нот (пример)

При финансировании компании с помощью бридж-нот составляется предварительное соглашение об условиях финансирования (Term Sheet), в котором фиксируются основные положения договоренности между руководством компании и кредиторами. Приведем пример типичного предварительного соглашения по бридж-нотам.

Эмитент: Компания «А» (в дальнейшем — Компания).

Инвесторы: Венчурная фирма «А» и ее дочерние структуры, венчурная фирма «В» и ее дочерние структуры, другие (в дальнейшем — Инвесторы).

Примечание: Часто финансирование осуществляется синдикатом инвесторов, поэтому в предварительном соглашении указывается название ведущего инвестора, а также дается ссылка на других инвесторов, что делает возможным их участие. Термин «дочерние структуры» указывает на то, что в финансировании могут участвовать в разных долях различные венчурные фонды, входящие в одну управляющую венчурную компанию. Все вместе они инвестируют сумму, указанную в предварительном соглашении, а доля для каждого фонда устанавливается управляющей компанией.

Тип ценных бумаг: Конвертируемые долговые ноты (convertible promissory notes).

Примечание: Конвертируемые долговые ноты являются долговым обязательством, но могут быть конвертированы в акции компании на заранее определенных условиях —

либо автоматически при наступлении определенного события, либо по желанию держателей. Условия конверсии оговариваются в параграфе «Право конверсии».

Закрытие сделки: Стороны предполагают, что закрытие сделки состоится в [месяце] 2006 г. или как только будет возможно после указанной даты.

(Залоговое) обеспечение нот: Залоговым обеспечением долговых нот является все имущество (активы) компании, включая ее интеллектуальную собственность.

Примечание: Ноты не всегда имеют залоговое обеспечение. В случае если ноты имеют залоговое обеспечение, то оно может формулироваться достаточно широко (как в данном примере), или же могут указываться определенные активы компании, которые выступают в качестве залога. Если наступает дата погашения нот, а компания не имеет средств и не может достичь новых договоренностей с кредиторами, то кредиторы имеют право завладеть активами компании.

Условия долговых нот.

Номинальный размер нот: Сумма размером до \$500 тыс. будет выплачиваться по мере необходимости по решению большинства держателей нот после получения запроса со стороны компании.

Примечание: Номинальная сумма может быть выплачена компании одномоментно или несколькими траншами. Условия финансирования могут быть структурированы таким образом, что кредиторы обязуются предоставить компании номинальную сумму, но затем компания может брать кредит несколькими частями по мере необходимости. Подобные условия оставляют больше гибкости компании в случае, если она ожидает возможности воспользоваться другими источниками ликвидности. Например, компании предстоит получить оплаченный заказ, который на время удовлетворит ее финансовые потребности. В подобной ситуации компания не будет брать дополнительные долговые обязательства.

Сроки погашения: Датой погашения нот и выплаты всех обязательств по ним является [месяц] 2006 г. По решению большинства держателей нот срок погашения может быть продлен до [месяц, год].

Процентная ставка: Процентная ставка по нотам будет составлять 8% годовых, накапливаемых и выплачиваемых при погашении.

Примечание: Также процентная ставка может быть плавающей и формулироваться как «ставка банковского кредита + 1%».

Право конверсии: Номинальная стоимость нот, а также накопившиеся к моменту конверсии проценты могут быть конвертированы в любой момент по желанию инвестора в X акций компании серии [номер существующей серии] со скидкой 15% от цены акций. Кроме того, по выбору инвесторов долговые ноты могут быть конвертированы в акции, которые будут эмитированы в следующем раунде финансирования при условии, что размер этого раунда будет не менее \$1 млн (не включая долговые ноты), а также при соблюдении всех условий и положений следующего раунда финансирования. Если держатели большинства долговых нот примут решение конвертировать свои ноты в акции компании, то все остальные ноты автоматически будут конвертированы в акции в те же сроки и на одинаковых условиях, что и ноты большинства держателей.

Примечание: Скидка, по которой ноты будут конвертированы в акции будущего раунда финансирования, определяется степенью риска, связанного с бридж-финансированием. Эта скидка может отличаться от 15% скидки (в данном примере), установленной для конверсии в уже существующие акции компании.

Досрочное погашение: Ноты могут быть погашены досрочно в любые сроки без дополнительной премии или штрафных санкций.

Примечание: Параграф о досрочном погашении дает компании возможность досрочно избавиться от долговых обязательств.

Использование полученных средств: Все вырученные от продажи долговых нот средства будут использованы на общие корпоративные расходы.

Опционы: Компания создаст опционы в количестве X штук, которые по решению совета директоров компании будут распределяться среди сотрудников компании.

Примечание: Каждый последующий раунд финансирования размывает долю в акционерном капитале существующих акционеров. Поскольку конверсия нот в акции приведет к определенному размыванию доли существующих акционеров, то кредиторы могут предложить создать определенное количество опционов, для того чтобы защитить от «размывания» менеджеров и сотрудников компании. Размывание при эмиссии долговых нот является своего рода «наказанием» для компании. По этой причине дополнительные опционы могут быть выданы тем сотрудникам компании, которые не являются непосредственно ответственными за плохую работу компании и поэтому могут быть деморализованы незаслуженным размыванием своей доли в капитале.

Пропорциональность (Pro-Rata): Каждый держатель привилегированных акций серии [номер серии] имеет право на покупку такого количества нот, которое необходимо для сохранения неизменной доли в акциях серии [номер серии].

Примечание: Обычно держатели привилегированных акций получают право инвестировать в долговые ноты по нескольким причинам. Во-первых, в условиях дефицита капитала, капитал уже существующих акционеров выглядит достаточно привлекательным для компании. Во-вторых, условия бридж-финансирования могут быть привлекательными сами по себе. В результате, если держатели привилегированных акций не будут допущены к участию в бридж-раунде, то это может создать конфликт между держателями акций и долговых нот. В-третьих, данное предложение защищает акционеров, участвующих в покупке долговых нот, от возможных судебных исков со стороны тех, кто в ней не участвует.

Существующие долговые ноты: Все условия / обязательства по предыдущим эмиссиям

долговых нот, выпущенных компанией ранее, должны быть модифицированы в соответствии с условиями и обязательствами новой эмиссии. Условия конверсии предшествующих серий должны соответствовать условиям конверсии новой серии.

Примечание: Новые инвесторы согласны предоставить финансирование, только если в будущем держатели предыдущих эмиссий не смогут создавать им препятствия при конверсии.

Соглашение о покупке: Сделка по покупке долговых нот вступит в силу после заключения соглашения о покупке, составленного юридическим советником инвесторов. Соглашение о покупке должно содержать все принятые для подобных документов условия и гарантии со стороны Компании, а также запретительные обязательства по отношению к компании (covenants), включая все оговоренные в данном документе условия, а также стандартные условия для заключения подобных сделок. До тех пор пока Соглашение о покупке не подписано как Компанией, так и Инвесторами, ни одна из сторон не несет никаких обязательств по заключению сделки. Предварительное соглашение об условиях не является контрактным обязательством со стороны Инвесторов или Компании и не является обязательством продолжать переговоры.

Издержки: Компания и Инвесторы сами будут оплачивать свои собственные юридические и прочие расходы, связанные с заключением сделки. Если продажа долговых нот состоится, то Компания должна будет оплатить расходы Инвесторов на юридического советника в разумных пределах.

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ И УСЛОВИЯ ИНВЕСТИРОВАНИЯ НА ПОЗДНЕМ ЭТАПЕ РАЗВИТИЯ (ПРИМЕР)

На поздних этапах развития компании наряду с акционерным, как правило, имеют и долговое финансирование. Наличие долговых обязательств у компании несколько изменяет

процедуру оценки стоимости компании. Приведем пример реальной оценки стоимости компании для второго раунда финансирования при наличии у компании долговых обязательств.

Венчурная управляющая компания New-Spring Capital, специализирующаяся на инвестициях в биофармацевтический сектор, выступала ведущим инвестором во втором раунде финансирования (акции серии «В») компании Immune Control Inc. Компания запатентовала несколько лекарственных препаратов для лечения болезней, связанных с нарушением иммунитета. Некоторые из запатентованных лекарственных препаратов находились на стадии клинических испытаний, а некоторые — на стадии выхода на рынок. Для завершения клинических испытаний, а также для расширения производства компании требовались дополнительные инвестиции. С финансовой точки зрения компания уже успешно провела первый раунд финансирования, и у нее имелись акционеры-держатели привилегированных акций серии «А». Также, компания выпустила краткосрочные ноты (bridge notes) на сумму \$4 млн. Полученные средства компания уже израсходовала. Кроме того, она имела кредиторскую задолженность в размере \$2 млн. Цена первого раунда составляла \$5 за акцию. Однако при подготовке второго раунда встал вопрос о проведении раунда «с понижением» (т. е. цена за акцию во втором раунде финансирования могла быть ниже, чем в первом). Во втором раунде руководство компании планировало получить \$6–7 млн, из которых \$4 млн должно было быть использовано на погашение бридж-нот.

Основная задача оценки — определить, какова должна быть приемлемая доинвестиционная (до второго раунда) стоимость всего бизнеса компании, акционерная стоимость и цена за акцию.

В примере используются нижеперечисленные определения и формулы.

Доинвестиционная стоимость компании (Pre-money Valuation) — стоимость акционерного

капитала компании до инвестирования новой порции капитала. Разница между доинвестиционной и послеинвестиционной стоимостями компании равна размеру инвестиций.

Послеинвестиционная стоимость компании (Post-money Valuation) — стоимость акционерного капитала компании после вливания инвестиций.

Стоимость бизнеса компании (Enterprise Value) — акционерная стоимость компании плюс стоимость долговых обязательств минус свободная наличность компании. Если при оценке стоимости сравнительным методом используется коэффициент-мультипликатор выручки или EBITDA сопоставимых компаний, то получаемая оценка стоимости является стоимостью бизнеса компании.

Акционерная стоимость компании — то же, что и рыночная капитализация компании, равна количеству выпущенных (зарегистрированных) акций компаний, умноженному на стоимость одной акции. Если при оценке стоимости сравнительным методом используется коэффициент P/E (соотношение цены акции к чистому доходу на одну акцию) сопоставимых компаний, то в результате получается акционерная стоимость компании.

Полностью размытый базис акций — количество акций, которые представляют в своей совокупности право собственности на компанию, включая обыкновенные акции и привилегированные акции (при их конверсии в обыкновенные акции), а также количество акций, которые могут быть получены при исполнении всех опционов, варрантов и других конвертируемых ценных бумаг компании. Полностью размытый базис включает без различия как опционы «вне денег», так и «при деньгах».

1. *Послеинвестиционная стоимость = Инвестиции/Процент собственности.*

2. *Доинвестиционная стоимость = Послеинвестиционная стоимость — Размер инвестиций.*

3. *Стоимость бизнеса компании = Акционерная стоимость + Стоимость долговых обязательств — Свободная наличность (excess cash).*

4. *Акционерная стоимость = Стоимость компании — Стоимость долговых обязательств + Свободная наличность.*

5. *Цена акции = Доинвестиционная стоимость/Доинвестиционный полностью размытый базис акций.*

Процедура оценки стоимости компании состоит из следующих этапов. Сначала изучается сравнительная стоимость сопоставимых компаний-аналогов. Вычисляется коэффициент отношения стоимости бизнеса (Enterprise Value — EV) к 12-месячной выручке для сопоставимых компаний как частных, так и торгуемых на бирже. Для частных компаний стоимость может быть определена при слияниях и поглощениях. Для публичных компаний, торгуемых на бирже, стоимость определяется по публикуемой финансовой отчетности и рыночной стоимости акций. Затем полученный коэффициент отношения стоимости бизнеса к 12-месячной выручке умножается на зафиксированную сумму выручки компании за последние 12 месяцев. В результате получается оценка стоимости бизнеса компании, из суммы которой затем вычитается стоимость долговых обязательств и добавляется стоимость наличности, имеющейся у компании. Полученная акционерная стоимость делится на количество акций компании (полностью размытый базис), и получается предварительная цена одной акции, которая затем используется при переговорах между инвесторами и руководством компании. В табл. 1 приведены коэффициенты-мультипликаторы для частных компаний-аналогов.

Начиная с 2001 г., в секторе биофармацевтики было осуществлено по меньшей мере шесть процессов поглощений, по которым можно определить стоимость поглощаемых компаний. Выручка за последние 12 месяцев у поглощаемых компаний колебалась от \$8,5 млн до \$91 млн. Стоимость бизнеса приобретенных компаний в среднем в 3,7 раз превышала их выручку за 12 месяцев. Коэффициент отношения стоимости бизнеса к выручке колебался от 2,7 до 5,5.

В табл. 2 приведены коэффициенты-мультипликаторы для публичных компаний-аналогов.

ТАБЛИЦА 1. КОЭФФИЦИЕНТЫ-МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ЧАСТНЫХ КОМПАНИЙ ДЛЯ СРАВНИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ВЕНЧУРНОЙ КОМПАНИИ

Метрика для сравнения – стоимость при слияниях и приобретениях	Акционерная стоимость (капитализация), млн \$	Стоимость бизнеса компании, млн \$	Выручка за последние 12 месяцев, млн \$	Коэффициент отношения стоимости бизнеса к выручке
Контрактное производство медицинских препаратов				
Bioreliance Corp — (приобретена IVGN, 2004)	500	500	91,467	5,47
Science Contract Production — (приобретена Cambrex, 2001)	120	132	35	3,77
Chasepeake Biological Laboratories — (приобретена Cangene, 2001)	34	41,2	13,8	2,99
Laureate Pharma — (приобретена Safeguard, 2004)	29,5	29,5	10,8	2,73
Marathon Biopharma — (приобретена Cambrex, 2001)	26	26	8,5	3,06
Zymed Laboratories Inc. — (приобретена IVGN, 2005)	60	60	15	4,00
Медиана	47	50,6	14,4	3,42
Среднее значение	128,25	131,45	29,094	3,67

Источник: 2005 NewSpring Capital, Marc Lederman and Glenn T. Rieger.

ТАБЛИЦА 2. КОЭФФИЦИЕНТЫ-МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ПУБЛИЧНЫХ (КОТИРУЮЩИХСЯ НА БИРЖАХ) КОМПАНИЙ ДЛЯ СРАВНИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ВЕНЧУРНОЙ КОМПАНИИ

Метрика для сравнения – стоимость при слияниях и приобретениях	Акционерная стоимость (капитализация), млн \$	Стоимость бизнеса компании, млн \$	Выручка за последние 12 месяцев, млн \$	Коэффициент отношения стоимости бизнеса к выручке
Контрактное производство медицинских препаратов				
Cambrex Biopharmaceuticals	625,251	767,3	429,17	1,79
Cangene (Canada)	687,500	702,5	143	4,91
Charles River Laboratories	2934,1	2850	684,9	4,16
Invitrogen	3436,5	3800	969,4	3,92
Lonza Group LTD (England)	3400	4500	2200	2,05
Медиана	2934,1	2850	684,9	3,92
Среднее значение	2217,5	2524	885,3	3,37

Источник: 2005 NewSpring Capital, Marc Lederman and Glenn T. Rieger.

Как видно из сравнительного анализа публичных биофармацевтических компаний, чьи акции котируются на бирже, среднее значение коэффициента отношения стоимости бизнеса к выручке составило 3,4 (разброс от 1,8 до 4,9).

На основании полученной информации венчурный фонд определяет стоимость бизнеса компании для второго раунда финансирования. Между акционерами первого раунда, инвестировавшими в компанию по цене \$5

за акцию, и венчурным фондом имели место некоторые разногласия. Первые негативно рассматривали возможность проведения раунда «с понижением» цены за акцию. В свою очередь, венчурный фонд считал, что цена \$5 за акцию завышает стоимость компании, в то время как коэффициент отношения стоимости бизнеса к выручке по группе в среднем был равен 3,5. Однако последнее и наиболее надежное значение коэффициента было равно 2,73.

ТАБЛИЦА 3. РАСЧЕТЫ ДОИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ ДЛЯ ПРОВЕДЕНИЯ ВТОРОГО РАУНДА ФИНАНСИРОВАНИЯ. ДВА СЦЕНАРИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

	Первый вариант — \$5 за акцию	Второй вариант — \$3,75 за акцию
Коэффициент отношения стоимости бизнеса к выручке	2,33	1,91
Выручка за 2004 г., млн \$	22,958	22,958
Доинвестиционная стоимость бизнеса компании, млн \$	53,533	43,961
Вычисление чистого долга компании		
Кредитная линия в банке (полностью исчерпана), млн \$	2,5	2,5
Банковский кредит на покупку оборудования, млн \$	3,3	3,3
Кредит от агентства по экономическому развитию, млн \$	3,948	3,948
Итого совокупный долг, млн \$	9,748	9,748
Прочее:		
Денежный залог по кредиту агентству по экономическому развитию (наличность), тыс. \$	-500	-500
Бридж-финансирование (ноты), млн \$	4	4
Чистая кредиторская задолженность, млн \$	2	2
Доинвестиционная акционерная стоимость, млн \$	38,285	28,714
Количество полностью размытых акций, млн шт.	7,657	7,657
Цена за акцию, \$	5,00	3,75

С учетом скидок за миноритарность и неликвидность венчурный фонд считал, что приемлемым коэффициентом является 1,9, а приемлемой ценой — \$3,75 за акцию. Расчеты цены приведены в табл. 3.

Для преодоления конфликта между двумя группами инвесторов была разработана процедура автоматической переоценки стоимости в зависимости от результатов деятельности компании (Performance Ratchet), смысл которой заключается в следующем. Венчурный фонд согласился первоначально инвестировать по цене \$5 за акцию. Однако если компания в обозначенный срок не достигнет определенных показателей в своей деятельности, будет произведен автоматический перерасчет стоимости компании до \$3,75 за акцию, посредством изменения коэффициента при конверсии привилегированных акций в обыкновенные акции.

Для того чтобы стоимость акций компании оставалась на уровне \$5 за акцию, компания должна выполнить одно из следующих условий:

— достигнуть в 2005 г. чистого операционного дохода в \$4 млн (EBITDA — \$7,6 млн);

— получить чистый доход не менее \$5 млн (EBITDA — \$8,6 млн) в течение любых 12-ти месяцев в период с 1 января 2005 г. по 30 июня 2006 г.

При выполнении компанией одного из условий цена за акцию во втором раунде финансирования навсегда закрепляется на уровне \$5. Если же в течение испытательного срока компания не сможет выполнить ни одного из условий, то цена за акцию во втором раунде закрепляется на уровне \$3,75 за акцию. Кроме того, цена акций во втором раунде будет закреплена на уровне \$3,75, если компания предпримет какое-либо из следующих действий:

— проведет дополнительную эмиссию акций (или других конвертируемых ценных бумаг) по цене \$5 или ниже;

— проведет эмиссию акций более старших по ликвидационным привилегиям и размеру дивидендов, чем акции серии «В»;

— проведет дополнительную эмиссию акций в случае ликвидации, продажи или слияния компании по чистой цене менее \$5 за акцию.

Венчурный фонд определил, что компании для завершения венчурной фазы развития

без дополнительных раундов финансирования (в целях избежания потенциального размывания) потребуется еще \$5 млн. Кроме того, компании необходимы \$4 млн для оплаты бридж-займов и \$2 млн для оплаты кредиторской задолженности. Таким образом, было принято решение о проведении второго раунда финансирования в размере \$11 млн. NewSpring Capital возглавила синдикат инвесторов и инвестировала \$5 млн.

В ходе переговоров об условиях инвестирования были достигнуты следующие дополнительные договоренности:

— акции серии «В» были признаны более старшими по отношению к акциям серии «А» в отношении ликвидационной привилегии и привилегии выкупа;

— акции серии «В» будут иметь ликвидационную привилегию с трехкратным ограничением при участии, если продажа или ликвидация произойдет в течение трех лет после проведения второго раунда; если продажа или ликвидация произойдет позднее, чем через три года, то акции будут иметь ликвидационную привилегию с четырехкратным ограничением при участии;

— совет директоров компании будет состоять из семи человек: по два места принадлежат держателям привилегированных акций серии «А» и «В», по одному месту — держателям обыкновенных акций, исполнительному директору компании и независимому директору, выбранному общим голосованием держателей всех категорий акций.

НОВЫЕ ТЕНДЕНЦИИ В ВЕНЧУРНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ: АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ПОДХОДЫ К ФОРМИРОВАНИЮ СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА КОМПАНИИ

До сих пор рассматривался только один возможный подход к формированию структуры капитала компании. Однако в венчурном финансировании существуют и успешно применяются три подхода к формированию

структуры капитала и созданию различных классов ценных бумаг.

1. Согласно первому наиболее простому подходу, при формировании структуры капитала используются только обыкновенные акции для всех категорий инвесторов.

2. Согласно второму наиболее распространенному в настоящее время среди профессиональных венчурных инвесторов подходу, при формировании структуры капитала компании используются привилегированные конвертируемые акции для институциональных и венчурных инвесторов, а для основателей компании и довенчурных инвесторов (так называемых «ангелов») используются обыкновенные акции.

3. Согласно третьему новому подходу, венчурные инвесторы используют «связку» из обыкновенных акций и привилегированных неконвертируемых акций.

Первые два подхода традиционно являются наиболее распространенными. Третий подход в последнее время приобретает популярность и успешно используется несколькими крупными венчурными фондами. Каждый из подходов имеет особенности и преимущества в использовании.

Рассмотрим на конкретном примере различие между первым и вторым подходами. Молодая компания планирует провести первый раунд финансирования в размере \$2 млн. Руководство владеет 100% пакетом акций компании и оценивает ее доинвестиционную стоимость в \$3 млн. Таким образом, после вливания инвестиций в размере \$2 млн послеинвестиционная стоимость компании составит \$5 млн. Внешние инвесторы будут владеть 40% акционерного капитала, а руководство сохранил 60% собственности в компании.

Предположим, что через определенное время после инвестиций компания продана всего за \$4 млн, что на \$1 млн меньше, чем послеинвестиционная стоимость компании после первого раунда. В этом случае по условиям первого подхода к структуре капитала (у компании имеются только обыкновенные акции) руководство получит 60% или \$2,4 млн,

а инвесторы получают 40% или \$1,6 млн и понесут потери размером \$400 тыс. Естественно, инвесторы будут недовольны таким результатом, т. к. менеджеры, которые отвечают за неудачи компании, заработают значительное вознаграждение при плохой работе.

Именно по этой причине венчурные фонды не желают использовать первый подход, а предпочитают получать конвертируемые привилегированные акции с прилагаемой к ним ликвидационной привилегией. Если компания успешно развивается, то у держателей привилегированных акций существует мотивация для конверсии своих акций в обыкновенные. Например, если компания проводит IPO за \$20 млн, то держатели конвертируемых привилегированных акций могут конвертировать их в обыкновенные акции и получить за них \$8 млн, в то время как руководство получит \$12 млн за свои обыкновенные акции. Однако если дела компании идут не очень успешно, то привилегированные акции, с одной стороны, дают инвесторам определенную защиту, а с другой стороны, создают основу для конфликта интересов между обыкновенными и привилегированными акционерами. Ликвидационная привилегия и право выкупа защищают держателей привилегированных акций. В приведенном примере продажи компании за \$4 млн при однократной ликвидационной привилегии инвесторы получают \$2 млн, а остаток достанется руководству фирмы. При двукратной ликвидационной привилегии инвесторы получают полностью \$4 млн.

Рассмотрим на примере использование третьего подхода, который в последнее время становится все более популярным: обыкновенные акции и привилегированные *неконвертируемые* акции должны быть проданы инвесторам в «связке». В этом случае общая (подразумеваемая) оценка стоимости остается без изменения. В приводимом примере инвесторы за \$2 млн инвестиций получают 40% собственности компании. Однако инвестиции делятся на две части: за 90% инвестиций (\$1,8 млн) инвесторы купят неконвертируемые

привилегированные (с правом выкупа) акции, а за 10% инвестиций (\$200 тыс.) инвесторы купят 40% обыкновенных акций компании. Соотношение 90:10 не является единственно возможным. В практике успешно используется также соотношение 80:20. В различных раундах данное соотношение может меняться.

При таком подходе (когда 40% обыкновенных акций были куплены за \$200 тыс.) цена всех обыкновенных акций составляет \$500 тыс. Если \$1,8 млн. привилегированных акций сложить с \$500 тыс. обыкновенных акций, то полная стоимость равна \$2,3 млн. Таким образом, при данной структуре \$2,3 млн составляют точку безубыточности для инвесторов. Если компания будет продана за эту сумму, то инвесторы вернут себе свои инвестиции — сначала они в первоочередном порядке получат стоимость привилегированных акций \$1,8 млн, а потом они разделят \$500 тыс. в пропорции 40:60 с держателями обыкновенных акций. В табл. 4 сравниваются три подхода к структуре капитала с точки зрения распределения средств, вырученных от продажи компании по различной цене.

Предположим, что компания была продана за \$5 млн. В этом случае \$1,8 млн получают инвесторы за привилегированные акции в порядке первоочередности, а \$3,2 млн — держатели обыкновенных акций. Инвесторы получают 40% от \$3,2 млн (\$1,28 млн). Общая сумма, которую получают инвесторы, составит \$3,09 млн, т. е. 54%. Руководство компании получит 60% от \$3,2 млн (\$1,92 млн).

В случае если компания будет продана за \$20 млн, то инвесторы получают в порядке первоочередности \$1,8 млн за привилегированные акции. Оставшиеся \$18,2 млн будут разделены между держателями обыкновенных акций: 40% (\$7,28 млн) — инвесторам, и 60% (\$10,92 млн) — руководству компании. Общая сумма, которую получают инвесторы, составит \$9,08 млн, что на \$1,08 млн (14%) больше, чем при использовании первого и второго метода финансирования. В случае снижения стоимости компании третий подход также

ТАБЛИЦА 4. СРАВНЕНИЕ ТРЕХ ПОДХОДОВ К КАПИТАЛЬНОЙ СТРУКТУРЕ. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРЕДСТВ ОТ ПРОДАЖИ КОМПАНИИ ЗА \$4 МЛН И ЗА \$20 МЛН

Капитальная структура компании		Только обыкновенные акции	Обыкновенные акции / привилегированные конвертируемые акции с ликвидационной привилегией	Обыкновенные акции / привилегированные неконвертируемые акции, пропорция 90 / 10
		Руководство — 60% обыкновенных акций Инвесторы — 40% обыкновенных акций	Инвесторы – 100% привилегированных акций, которые могут быть конвертированы в 40% обыкновенных акций Руководство – 100% обыкновенных акций, при конверсии остается 60%	Инвесторы — 100% привилегированных акций плюс 40% обыкновенных акций Руководство — 60% обыкновенных акций
Компания продана за \$4 млн	Доля инвесторов при продаже компании за \$4 млн	\$1,60 млн за 40% акционерного капитала	\$2 млн — ликвидационная привилегия (без конверсии акций)	\$1,8 млн за привилегированные акции в порядке очередности плюс \$880 тыс. за 40% обыкновенных акций Итого \$2,68 млн
	Доля руководства компании при продаже за \$4 млн	\$2,40 млн за 60% акционерного капитала	\$2 млн — 100% оставшихся средств после выплаты ликвидационной привилегии	\$1,32 млн за 60% обыкновенных акций
Компания продана за \$20 млн	Доля инвесторов при продаже компании за \$20 млн	\$8 млн за 40% обыкновенных акций	Инвесторам выгодно конвертировать в обыкновенные акции и получить \$8 млн	\$1,8 млн — за привилегированные акции и \$7,28 млн за 40% обыкновенных акций Итого \$9,08 млн
	Доля руководства компании при продаже за \$20 млн	\$12 млн за 60% обыкновенных акций	\$12 млн за 60% обыкновенных акций	\$10,92 млн за 60% обыкновенных акций

является более благоприятным для инвесторов, поскольку они получают положительную прибыль на свои инвестиции вплоть до точки безубыточности \$2,3 млн. Так, если компания будет продана за \$3 млн, инвесторы получат: $\$1,8 \text{ млн} + 40\% \times \$1,2 \text{ млн} = \$2,28 \text{ млн}$.

Очевидно, что третий подход к формированию капитальной структуры более выгоден для инвесторов, чем первые два. С точки зрения руководства компании данный метод уменьшает его долю. Однако, следует отметить, что при проведении IPO привилегированные акции выкупаются посредством полученных

при IPO средств и по своему размеру не играют существенной роли в распределении полученных средств.

Наиболее важным преимуществом третьего подхода к формированию капитальной структуры, в отличие от второго подхода, является совмещение интересов инвесторов и руководства компании. В этом случае все участники становятся держателями обыкновенных акций. Неконвертируемые привилегированные акции служат защитой основной части инвестиций (90%), но права собственности заключаются во владении

обыкновенными акциями. Таким образом, инвесторы и руководство компании заинтересованы в максимизации стоимости обыкновенных акций компании, т. е. в максимизации стоимости самой компании.

Эффект от совмещения интересов инвесторов и руководства компании усиливается тем, что инвесторы платят за обыкновенные акции сумму в десять раз меньшую, чем если бы они заплатили, например, по условиям первого подхода (только обыкновенные акции). В результате они начинают получать прибыль от инвестиций в обыкновенные акции намного раньше, чем при альтернативных подходах к финансированию. Тот факт, что инвесторы одновременно владеют и привилегированными неконвертируемыми акциями, также оказывает влияние на инвесторов: в момент возникновения конфликта интересов между обыкновенными и привилегированными акциями (что происходит в трудные для компании финансовые периоды) инвесторы менее склонны противопоставлять свои интересы интересам руководства компании.

Например, в периоды финансовых трудностей у компании может быть единственный выход — согласиться на проведение нового раунда финансирования с «понижением» цены акций.

Рассмотрим вышеприведенный пример. Применяя второй подход к финансированию, инвесторы купили бы 32 тыс. привилегированных конвертируемых акций по цене \$62,50 за акцию (итого \$2 млн). При третьем подходе к финансированию инвесторы купили 32 тыс. обыкновенных акций (40% акционерного капитала) за \$200 тыс. по цене \$6,25 за акцию, плюс 32 тыс. привилегированных неконвертируемых акций по цене \$56,20 за акцию. Всего инвесторы инвестировали в компанию \$2 млн. Предположим, что компания нуждается в проведении дополнительного раунда финансирования, и другая группа инвесторов согласна инвестировать из расчета стоимости компании \$4 млн (т. е. при снижении на \$1 млн), но только в привилегированные конвертируемые акции по цене \$50

за акцию. В первом случае при цене привилегированных конвертируемых акций \$62,50 предыдущие инвесторы будут вынуждены зафиксировать потери от инвестиций и произвести списание в финансовой отчетности. В балансовой ведомости венчурного фонда цена инвестиций должна быть снижена с \$62,50 до \$50 за акцию. Совокупный размер инвестиций в конвертируемые привилегированные акции должен быть уменьшен с \$2 млн до \$1,6 млн. Однако при проведении первого раунда с использованием третьего подхода инвесторы не пострадают от получения еще одного слоя инвестиций в виде привилегированных конвертируемых акций по цене \$50 за акцию. На балансе инвесторов стоимость инвестиций только увеличится на 34% согласно следующим расчетам:

— доинвестиционная цена компании (цена перед вторым раундом) по договоренности с новыми инвесторами равна \$4 млн (т. е. снижена на \$1 млн);

— из \$4 млн \$1,8 млн будут потрачены на оплату привилегированных неконвертируемых акций;

— \$2,2 млн остается на покупку обыкновенных акций, из них 40% (\$880 тыс.) принадлежат инвесторам;

— $\$1,8 \text{ млн} + \$880 \text{ тыс.} = \$2,68 \text{ млн};$

— $\$2,68 \text{ млн} / \$2 \text{ млн} = 1,34$ или 34% прибыли на первоначальные инвестиции \$2 млн.

Таким образом, после проведения второго раунда (с использованием третьего подхода, т. е. привилегированных конвертируемых акций) с понижением цены компании до \$4 млн, инвесторы первого раунда смогут на балансе зафиксировать 34% прибыли на инвестиции.

Можно говорить о том, что в последнее время в венчурном финансировании получает популярность новый подход к формированию структуры капитала. Данный подход в большей мере защищает первоначальные инвестиции при неблагоприятном развитии событий, а также способствует совмещению интересов различных групп акционеров компании и предотвращению конфликтов

интересов между основателями (руководством) компании и венчурными инвесторами.

ОСОБЕННОСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ПРИ ВЕНЧУРНОМ ФИНАНСИРОВАНИИ

Распределение мест в совете директоров финансируемой компании

Большинство важных корпоративных решений, включая решение о ликвидации компании, принимается советом директоров компании. Таким образом, для венчурных капиталистов необходимо присутствие в совете директоров с целью контроля. Как правило, на первых этапах финансирования венчурные капиталисты не обладают большинством в совете директоров. В первом раунде финансирования венчурные капиталисты и руководство предприятия получают одинаковое количество мест в совете. Несколько мест достается независимым директорам, избираемым на основании консенсуса. Таким образом, формально на начальном этапе венчурные капиталисты не контролируют совет директоров, но играют значительную роль при выборе независимых директоров. При конфликте между венчурными капиталистами и руководством предприятия независимые директора, как правило, принимают сторону венчурных капиталистов. С каждым последующим этапом финансирования инвесторы получают дополнительные голоса в совете директоров, что приводит к тому, что с течением времени контроль в совете директоров переходит от предпринимателя к венчурным капиталистам. Согласно результатам одного из наиболее масштабных исследований [4] в 77% фирм контроль над советом директоров осуществляли венчурные капиталисты. Надо отметить, что анализируемые компании прошли через три раунда финансирования. Этого было достаточно для перехода контроля над советом директоров в руки венчурных капиталистов. Однако можно привести пример известной компании «eBay»,

которой потребовался только один раунд венчурного финансирования, поэтому основателю и сотрудникам фирмы принадлежало два места в совете директоров, венчурным капиталистам — только одно, и еще два места принадлежали независимым директорам.

При проведении IPO привилегированные акции конвертируются в обыкновенные и теряют особые права в совете директоров. Таким образом, при успешном IPO контроль над советом директоров возвращается к основателям компании. Положение о конверсии является частью неформального контракта между венчурными капиталистами и основателем компании.

Негативные (запретительные) обязательства (negative covenants)

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

- запрет на проведение бизнес-комбинаций (81% всех контрактов); любая сделка по бизнес-комбинациям должна 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.

Право потребовать выкупа акций (Redemption Rights)

Решение проводить первичное размещение акций принимается совместно руководством

предприятия и венчурными капиталистами. Иногда обе стороны принимают решение не проводить IPO, а продать компанию. Однако в некоторых случаях между руководством предприятия и венчурными инвесторами может возникнуть конфликт относительно будущего сценария развития компании. Подобного рода ситуации особенно часто случаются на поздних этапах развития, когда компания достигла определенного уровня прибыльности и не нуждается в дополнительном финансировании. Основатель и менеджеры, в отличие от инвесторов, часто получают от руководства компанией определенные выгоды. Если на руководство компании не оказывается давления, то оно может быть полностью удовлетворено сохранением статус-кво в качестве закрытой независимой компании. Однако для венчурного капиталиста подобное положение вещей является неприемлемым вариантом. Венчурный фонд всегда имеет конечную продолжительность жизни (7–10 лет). Венчурный капиталист, желающий продолжать свою карьеру, должен привлекать капиталы, инвестировать их в реальные компании, получать прибыль на инвестированный капитал, ликвидировать свою долю в компаниях и возвращать деньги инвесторам. В ответ внешние инвесторы предоставляют капитал для следующего венчурного фонда, формируемого венчурным капиталистом. Таким образом, в инвестиционном контракте венчурный капиталист должен обеспечить обязательное наличие возможностей «обналичивания» своей доли в компании даже против желания руководства компании. Одним из способов давления на руководство компании на поздних стадиях развития является право требовать выкупа привилегированных акций.

Под «выкупом» (redemption) в венчурном финансировании может пониматься несколько типов соглашений. В общем виде под «выкупом» понимается выкуп компанией заранее определенного в контракте количества акций. В контрактных соглашениях при венчурном финансировании используются три разновидности прав выкупа:

— обязательный выкуп акций компанией в определенный срок;

— выкуп по желанию инвестора (опцион «пут»);

— выкуп по желанию компании (опцион «колл»).

При обязательном выкупе компания должна начать выкуп акций в оговоренный в контракте срок при условии согласия со стороны венчурных капиталистов. Подобная процедура может быть растянута на несколько месяцев или лет для того, чтобы снизить уровень негативного влияния на компанию. Основная цель данного права на выкуп акций — обеспечить венчурным капиталистам возврат своих средств в случае если компания затягивает проведение IPO. Подобное право на выкуп дает венчурному капиталисту средство влияния на руководство компании и служит для того, чтобы предотвратить потенциальное финансирование компании в будущем конкурирующими организациями, т. к. новые средства могут быть направлены не на развитие компании, а на выплаты уже существующим инвесторам. Право обязательного выкупа встречаются всего в 8% инвестиционных контрактов.

Опцион «пут» позволяет венчурному капиталисту сделать так, чтобы компания выкупила его акции по его желанию. Данное право выкупа имеет тот же эффект, что и право обязательного выкупа, однако дает больше гибкости венчурному капиталисту и контролю над руководством предприятия. По различным оценкам от 40% до 79% всех контрактов содержат подобное положение. Практически всегда право на опцион «пут» предоставляется венчурным капиталистам с отсрочкой в несколько лет (в среднем 4,5 года). Кроме того, опцион «пут» является эффективным средством контроля над руководством предприятия в случае разногласий — венчурный капиталист всегда может потребовать выкупить его акции, что может привести молодое предприятие к закрытию, если оно откажется подчиниться требованиям инвестора.

Опцион «колл» встречается значительно реже — только в 7% контрактов.

После проведения IPO все привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции и лишаются всех специальных прав и привилегий, включая право выкупа. Таким образом, при благоприятном сценарии развития событий права на выкуп акций остаются нереализованными.

Право требовать регистрации акций

Венчурный капиталист может также применить так называемое «право требовать регистрации» за счет компании. Данное право фиксируется практически во всех инвестиционных контрактах и считается одним из наиболее важных контрактных соглашений между основателем фирмы и венчурным капиталистом. В контракте описание права требовать регистрации нередко занимает более двадцати страниц. Под «регистрацией» понимается регистрация акций компании в центральном регулирующем органе (в США — это Комиссия по ценным бумагам и биржам). На «незарегистрированные» акции накладываются значительные ограничения по продаже

и перепродаже, они не могут обращаться на организованных фондовых рынках (биржах). Регистрация акций требует раскрытия финансовой информации, что, соответственно, накладывает значительную ответственность на компанию. А сам процесс регистрации является весьма трудоемким и требует затрат времени.

Более 90% контрактов венчурного финансирования содержат право венчурных инвесторов требовать проведения регистрации одного или нескольких траншей акций за счет компании. Однако содержание данных прав может варьироваться. Некоторые контракты содержат право требовать регистрацию немедленно по заключении контракта. Но в подавляющем большинстве контрактов данное право приобретает силу только после определенной зафиксированной в контракте даты в будущем — например, через два года после последнего раунда финансирования или же после истечения сроков проведения планируемого IPO. Кроме того, дата вступления права регистрации в силу получает отсрочку при каждом новом раунде финансирования, т. е. оно всегда имеет точкой отсчета последний раунд финансирования.

ЛИТЕРАТУРА

1. Wilmerding, Alex. 2005. Deal Terms. The finer points of venture capital deal structures, valuations, term sheets, stock options and getting deals done. Aspatore Books.
2. Marc Lederman and Glenn T. Rieger, 2005. Wharton Private Equity Boot Camp. Late Stage Venture Capital. Valuation and Term Sheet Structure. NewSpring Capital.
3. Womble Carlyle Sandridge & Rice PLLC. (2003). An Entrepreneur's Guide to Venture Capital Negotiations.
4. Fried J., M. Ganor (2006). The vulnerability of common shareholders in VC-backed firms. New York University Law Review, forthcoming.