

# Привилегии венчурных кредиторов

**Андрей Лукашов,**  
руководитель департамента  
финансов и инвестиций  
компании «Форум консалтинг»

Венчурное финансирование помогает молодым компаниям получить необходимые средства на развитие. В прошлом номере<sup>1</sup> «Консультант» писал о специализированных фондах и об оценке бизнеса по методу венчурного капитала. В продолжении статьи автор рассказал о привилегированных конвертируемых акциях и контрактных условиях в венчурном финансировании.

Основной инструмент гарантии доходов при венчурном финансировании — это конвертируемые привилегированные акции. Они не только защищают инвесторов от возможной потери вложенных средств, но и обеспечивают получение других преимуществ.

## Преимущества при ликвидации

Ликвидационная привилегия — это право держателя акции получить определенную сумму до того, как будут сделаны какие-либо выплаты в пользу держателей обыкновенных акций. Под ликвидацией в венчурном финансировании понимается широкий перечень транзакций, в результате которых те, кто до сделки являлись держателями основной части акций, теряют большинство голосов. Это и слияние, и реорганизация, и продажа ценных бумаг или активов компании, а также любая другая сделка или серия сделок.

Данная привилегия защищает инвесторов и в том случае, если руководство предприятия собирается его ликвидировать. После выплаты ликвидационной привилегии средства, оставшиеся, например, от продажи компании, распределяют среди держателей обыкновенных акций уже на пропорциональной основе.

Обычно ликвидационную привилегию определяют как коэффициент, на который умножается размер первоначальной инвестиции. Например, двукратная ликвидационная привилегия означает, что инвестор имеет право на первоочередное получение суммы, превышающей размер инвестиций в два раза.

В большинстве случаев (более 98% всех инвестиционных контрактов) ликвидационная привилегия предполагает, что за каждую привилегированную акцию венчурный капиталист получит определенную сумму, которая обычно равна сумме первоначального взноса.

---

<sup>1</sup> См. № 15 «Консультанта» за 2006 год (стр. 34).

## Право на участие

Более 83 процентов финансируемых компаний дают венчурным капиталистам право на участие (participating right). То есть они могут участвовать в распределении средств, которые остаются после выплаты ликвидационных привилегий.

**Неучаствующие привилегированные акции (Non-Participating Preferred).** Это привилегированные акции, которые не дают права участвовать в распределении остающихся средств.

**Полностью участвующие привилегированные акции (Fully-Participating Preferred).** Это привилегированные акции, владельцы которых, получив ликвидационную премию, участвуют в распределении всех оставшихся средств наравне с держателями обыкновенных акций. При этом соблюдается такая же пропорция, как если бы привилегированные акции были конвертированы в обыкновенные.

**Привилегированные акции с ограниченным участием (Participated Preferred subject to a cap).** Это наиболее часто встречающийся вид привилегированных акций. Данная категория ценных бумаг дает право получить ликвидационную привилегию, а затем участвовать в распределении оставшихся средств, вплоть до достижения определенного «потолка» (cap). После достижения «потолка» все оставшиеся средства получают владельцы обыкновенных акций. Например, венчурный капиталист инвестирует в компанию 10 миллионов долларов с однократной ликвидационной привилегией и участием с трехкратными ограничениями. Значит, при ликвидации компании он может получить вплоть до 30 миллионов долларов. После этого все оставшиеся средства перейдут к держателям обыкновенных акций.

Предположим, что привилегированные акции при конверсии со-



### Менять или сохранять?

Автоматически привилегированные акции конвертируются в обыкновенные при проведении IPO. А вот при продаже компании у венчурных капиталистов есть выбор:

- конвертировать привилегированные акции в обыкновенные и разделить вырученные средства с держателями обыкновенных акций;
- сохранить привилегированные акции и получить полагающуюся держателям привилегированных акций долю вырученных от продажи компании средств.

ставят 50 процентов от общего числа ценных бумаг. Компания была продана за 60 миллионов долларов. Сначала владельцы привилегированных акций получают ликвидационную привилегию в размере 10 миллионов долларов. Следующие 40 миллионов долларов распределяют по принципу «50/50» между держателями обыкновенных и привилегированных акций. При этом доля венчурных инвесторов достигает «потолка» (30 миллионов долларов). Оставшиеся 10 миллионов будут выплачены владельцам обыкновенных акций. Но если компания продана за 70 миллионов долларов, то расчеты меняются. В этом случае рациональный венчурный инвестор должен конвертировать свои акции в обыкновенные. Хотя при конверсии владелец привилегированных акций теряет их преимущества. Однако в данном случае реальная выгода от конверсии больше, чем прибыль от привилегий. После конверсии он становится владельцем 50 процентов обыкновенных акций и, утрачивая ликвидационную привилегию, получает 50 процентов всех вырученных средств (35 миллионов долларов).

### Альтернативы акционерному капиталу

До момента проведения IPO, или процедуры продажи (trade sale), основной формой финансирования является акционерный капитал. Однако это не означает, что предприятия на ранних стадиях

развития вообще не используют заемное финансирование.

Для молодых компаний на начальных стадиях своего 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. 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 оказывают фирмам с устойчивой клиентской базой и предсказуемыми (хотя и растянутыми во времени) денежными потоками оплаты. Стоимость подобной формы кредитования зависит от ожидаемого процента невозврата по дебиторской задолженности.

Кроме того, молодая компания может получить банковский кредит или кредитную линию под личные гарантии третьей стороны. Однако в этом случае последняя требует и себе определенных гарантий. Например, в виде доли в акционерном капитале или ►



### Проценты капают...

Как правило, годовая кредитная ставка по бридж-нотам составляет 8 процентов. А при конверсии их в акции держатели получают скидку 5–15 процентов от стоимости акций.

в виде компенсации за риск (опционы и варранты). Как показывает практика, долговое финансирование под гарантии третьей стороны оказывается более затратной формой, чем традиционное банковское кредитование.

Но основной формой долгового финансирования для молодых компаний на венчурной стадии развития является бридж-финансирование. Ее применяют в том случае, когда фирма израсходовала все средства, полученные в предыдущем раунде финансирования, и ожидает в ближайшем будущем проведения следующего раунда.

## Бридж-финансирование

Как правило, бридж-займы (bridge loans) получают от уже сложившегося синдиката инвесторов, который финансировал компанию на предыдущих этапах. Кроме того, существуют особые венчурные фонды. Предоставление займа в форме бридж-финансирования — это их специализация. К помощи венчурных фондов компания может прибегнуть в тех случаях, когда прежние инвесторы не способны предоставить дополнительный капитал.

Бридж-финансирование обычно осуществляется в форме долговых нот (bridge notes), с помощью которых компания может «дожить» до следующего раунда венчурного финансирования. После его завершения ноты должны быть оплачены и погашены.

Для успешных компаний бридж-финансирование — это важный шаг на пути к следующему раунду финансирования. Он гарантирует, что в новом раунде будут участвовать не только новые, но и уже существую-

щие акционеры. Однако бывает так, что компания испытывает затруднения в привлечении дополнительного акционерного капитала. Бридж-ноты являются единственным источником финансирования. Интересы держателей нот и акционеров могут не совпадать, при этом преимущество получают держатели долговых нот.

При финансировании компании с помощью бридж-нот наибольшее распространение получили конвертируемые долговые ноты (convertible promissory notes). Они могут быть погашены досрочно в любые сроки без дополнительной премии или штрафных санкций.

Процентная ставка по нотам, как правило, накапливается и выплачивается при их погашении. В некоторых случаях процентная ставка может быть плавающей, ее размер можно сформулировать так: «ставка банковского кредита + 1 процент».

Конвертируемые долговые ноты, с одной стороны, являются долговыми обязательствами. Но при этом их можно конвертировать в акции фирмы. До начала кампании бридж-финансирования стороны составляют предварительное соглашение (Term Sheet). В этом документе фиксируют главные договоренности между руководством компании и кредиторами, в том числе и об условиях конвертации бридж-нот в акции компании. Она проводится либо автоматически (при наступлении определенного события), либо по желанию держателей.

Поскольку ноты могут иметь залоговое обеспечение, то в предварительном соглашении перечисляют содержание залога. Его можно сформулировать достаточно широко (все имущество (активы) компа-

нии, включая ее интеллектуальную собственность). А можно указать конкретные активы (объекты) компании. Если наступает дата погашения нот, а фирма не имеет средств и не может достичь новых договоренностей с кредиторами, то кредиторы имеют право забрать залог.

Номинальная сумма долговых нот может выплачиваться компании одновременно или несколькими траншами. Условия финансирования могут быть структурированы и по-другому. Кредиторы обязуются предоставить компании номинальную сумму, а затем компания может брать кредит несколькими частями по мере необходимости. Подобные условия оставляют фирме простор для маневра. К примеру, если она ожидает случая воспользоваться другими источниками ликвидности. Предположим, что компании предстоит получить оплаченный заказ, который на время удовлетворит ее финансовые потребности. В подобной ситуации не стоит брать дополнительные долговые обязательства.

Номинальная стоимость нот (тело кредита), а также накопившиеся проценты можно конвертировать по желанию инвестора в определенное количество реальных акций компании. Причем со скидкой от цены. По выбору инвесторов долговые ноты можно конвертировать в «будущие» акции, эмиссия которых предполагается в следующем раунде финансирования.

## Распределение мест в совете директоров финансируемой компании

Большинство важных корпоративных решений принимает совет директоров компании. Для венчурных инвесторов присутствие в совете директоров просто необходимо. На первых этапах финансирования они не обладают большинством голосов. Инвесторы

и руководство предприятия получают примерно одинаковое количество мест в совете. Несколько кресел достается независимым директорам на основании консенсуса. Венчурные капиталисты не контролируют совет директоров, но играют значительную роль при выборе независимых директоров.

На каждом последующем этапе финансирования инвесторы получают дополнительные голоса. С течением времени контроль в совете директоров переходит от предпринимателя к венчурным инвесторам. Трех раундов финансирования, как правило, вполне достаточно для того, чтобы контроль над советом директоров полностью перешел в руки инвесторов.

При проведении IPO привилегированные акции конвертируются в обыкновенные. Инвесторы теряют свои особые права в совете директоров. Таким образом, при успешном IPO контроль над советом директоров возвращается к основателям компании.

## Негативные обязательства

Одним из способов обеспечения надежного положения венчурных капиталистов в компании являются негативные обязательства (запреты). Их вынуждены давать основатели молодой фирмы, чтобы привлечь венчурных инвесторов. Вот их примеры:

- 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. Они перестают действовать после проведения IPO.

## Право требовать регистрации акций

Венчурный инвестор может также применить право требовать регистрации акций компании в центральном регулирующем органе. Причем за счет компании. 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. Это накладывает на компанию значительную ответственность. А сам процесс регистрации является весьма трудоемким и требует затрат времени.

Данное право считается одним из наиболее важных. Более 90 процентов контрактов венчурного финансирования содержат право венчурных инвесторов требовать проведения регистрации одного или нескольких траншей акций за счет компании. В контракте описание права требовать регистрации нередко занимает более 20-ти страниц. Однако содержание данного права может варьироваться. Некоторые договоры содержат право требовать регистрацию немедленно по заключении контракта. Но в подавляющем большинстве контрактов данное право приобретает силу только после определенной даты. Например, через два года после последнего раунда финансирования или после истечения сроков проведения планируемого IPO.

## Право требовать выкупа

В общем виде это выкуп (redemption) 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;
- выкуп по желанию компании (встречается редко — в 7% контрактов).

При обязательном выкупе акций компания должна начать его в оговоренный в контракте срок. Но при наличии согласия со стороны венчурных капиталистов. Подобная процедура может длиться несколько месяцев или лет. Сроки растягивают для того, чтобы снизить уровень негативного влияния на компанию. Основная цель данного права — обеспечить венчурным капиталистам возврат своих средств в случае, если компания затягивает проведение IPO. В будущем подобное право на выкуп позволит не допустить конкурентов к финансированию проекта.

Выкуп по желанию инвестора в результате приносит тот же эффект, что и право обязательного выкупа. Однако этот вариант дает инвесторам больше гибкости и повышает степень подконтрольности руководства. По различным оценкам от 40 до 79 процентов всех контрактов содержат подобное положение. Практически всегда данное право предоставляется инвесторам с отсрочкой в несколько лет (в среднем 4,5 года).

После проведения IPO привилегированные акции лишаются всех специальных прав и привилегий, включая и право выкупа. Таким образом, при благоприятном для компании развитии событий права на выкуп акций остаются нереализованными. ■