

Иван Родионов
Альбина Никконен

Тема 2 Выбор источников венчурного капитала

Лекции 3–8



РАВИ

РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ
ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ



ТРЕНИНГ-ЦЕНТР

ЦЕНТР ИННОВАЦИОННОГО
МЕНЕДЖМЕНТА



РОСНАНО

ФОНД ИНФРАСТРУКТУРНЫХ
И ОБРАЗОВАТЕЛЬНЫХ ПРОГРАММ

Разработка



Российская ассоциация
венчурного инвестирования
(РАВИ)



ЗАО «Центр инновационного менеджмента»
(Базовый образовательный-центр РАВИ)

Поддержка



Фонд инфраструктурных
и образовательных программ
РОСНАНО

Оглавление

Лекция 3.

Процедуры работы на рынке венчурного капитала

	7
3.1. Стадии венчурного инвестирования	7
3.2. Основные правила процесса венчурного инвестирования с позиций его главных участников	9
3.2.1. Инвестируемые компании	9
3.2.2. Инвесторы	9
3.2.3. Управляющие фондами венчурного капитала	11
3.3. Выигрыш участников венчурного рынка	27
3.3.1. Инвесторы	28
3.3.2. Инвестируемые компании	30
3.3.3. Управляющие фондами	33
3.3.4. Отношение к венчурным инвестициям со стороны общества	34
3.4. Мобилизация капитала и отношения с инвесторами фонда	42
3.4.1. Выбор инвестора	44
3.4.2. Определение требований инвестора	54
3.4.3. Создание фонда	68
3.4.4. Сроки и условия	69

3.4.5.	Запуск фонда	77
3.4.6.	Отношения с инвесторами	82
3.5.	Генерирование потока сделок	87
3.5.1.	Маркетинг венчурного капитала	89
3.5.2.	Ключевая информация о венчурной фирме	91
3.5.3.	Методы коммуникации	94
3.5.4.	Источники сделок	99
3.5.5.	Управление потоком сделок	105

Лекция 4.

Стадии развития компании с точки зрения потребностей в венчурном финансировании		115
4.1.	Стартап и первый раунд финансирования	115
4.2.	Период развития, или второй раунд	116
4.3.	Период экспансии (расширения), или третий раунд	117
4.4.	Период роста, или четвертый раунд	117
4.5.	Выкупы с использованием заемных средств	118
4.6.	Ситуации, требующие реструктуризации и оздоровления фирмы	119
4.7.	Частное размещение	120
4.8.	Публичные предложения и первичные размещения акций (РО и IPO)	121

Лекция 5.

Отрасли и продукты, привлекательные для венчурного финансирования

	127
5.1. Привлекательность отраслей	127
5.1.1. Привлекательные	127
5.1.2. Непривлекательные	127
5.1.3. Нейтральные	128
5.2. Специфика продукта, привлекательного для венчурного финансирования	128
5.2.1. Революционные	129
5.2.2. Инновационные	129
5.2.3. Эволюционные	129
5.2.4. Продукты-заменители	130

Лекция 6.

Возможности рынка венчурного капитала

	132
6.1. Наличие венчурного капитала	132
6.2. Возможности, предлагаемые предпринимателю	133
6.3. Преимущества и возможности синдикации и соинвестирования	134
6.4. Доступность венчурного инвестора	134
6.5. Объемы, на которые можно рассчитывать и которые следует запрашивать	135
6.6. Особенности локального рынка венчурного капитала (на примере России)	136

6.6.1.	Фонды прямых инвестиций	136
6.6.2.	Требования инвестора к компании и его пожелания	139
6.6.3.	Проблемы приватизации	140
6.6.4.	Преимущества сотрудничества с инвесторами	141
6.6.5.	Трудности в работе компаний с венчурными или прямыми инвесторами	145
6.6.6.	Условия работы инвестора в компании и правила, которыми он руководствуется	147
6.6.7.	Действия компании – получателя иностранных инвестиций	148
6.6.8.	Нежелательная практика отношений российских компаний с иностранными инвесторами	149

Лекция 7.

Техника венчурного финансирования 151

7.1.	Финансовые инструменты, используемые в венчурном финансировании	151
7.1.1.	Обыкновенные акции	151
7.1.2.	Привилегированные акции	152
7.1.3.	Конвертируемые долговые инструменты	153
7.1.4.	Комбинация нот и варрантов	153
7.2.	Подходы к совместной работе фонда венчурных инвестиций и портфельной компании по повышению стоимости компании	154

7.2.1.	Пассивный советник	154
7.2.2.	Активный директор	155

Лекция 8.

Отбор и анализ фондов 157

8.1.	Поиск и оценка фондов, предлагающих венчурный капитал	157
8.1.1.	Наличие у источника средств для инвестиций в настоящее время	158
8.1.2.	Наличие у источника возможности рассмотреть заявку на инвестиции в приемлемый срок	159
8.1.3.	Работает ли данный источник в той области бизнеса, для которой требуются инвестиции	160
8.1.4.	Установление контактов с другими источниками	160
8.2.	Проверка прошлого фонда и управляющей компании	161
8.3.	Время, требуемое для привлечения венчурного капитала	162
8.4.	Мифы о венчурном капитале	163
	Миф 1: Венчурные инвесторы заинтересованы в получении контроля над компанией и диктате в управлении компанией	163
	Миф 2: Необходимо, чтобы кто-то представил компанию венчурному фонду	164

Миф 3: Венчурные инвесторы заинтересованы только в новых технологических открытиях	165
Миф 4: Венчурные инвесторы удовлетворятся скромным доходом на инвестиции	165
Миф 5: Венчурные инвесторы инвестируют быстро	167
Миф 6: Венчурные инвесторы заинтересованы в поддержке новых идей и изобретений в области высоких технологий, а менеджмент компании имеет второстепенное значение	168
Миф 7: Венчурному инвестору достаточно краткой базовой информации для того, чтобы инвестировать	169

Лекция 3.

Процедуры работы на рынке венчурного капитала

3.1. Стадии венчурного инвестирования

Попытаемся кратко определить и прояснить относительную значимость стадий развития бизнеса, требующих привлечения венчурного капитала, на основании отчетов EVCA за 1997 и 2007 гг.

Достартовая или «посевная» (seed) и стартовая или «стартап» (start-up) стадии – суммарно 7,4% и 3,4% от объема всех инвестиций в Европе соответственно в 1997 и 2007 гг. Достартовое финансирование направлено на то, чтобы оценить и развить исходную концепцию (идею), прежде чем запустить сам процесс венчурного финансирования. Стартовое финансирование должно помочь компании разработать и начать продажи продукции на начальных этапах ее промышленного производства. Именно таким выглядит венчурный капитал с точки зрения «американского идеала» (в европейских странах ситуация иная).

Стадия расширения (expansion) – 35,0% и 13,4% от объема всех инвестиций в Европе соответственно в 1997 и 2007 гг. Это инвестиции, направляемые на финансирование органического роста компании или связанные со сделками поглощения. Финансирование органического роста имеет целью либо увеличение производственных мощностей, развитие рынков или продукции, либо, как это обычно происходит в Европе, обеспечивает дополнительный оборотный капитал. Таким

выглядит венчурное инвестирование с точки зрения «европейского идеала», причем, как будет показано дальше, этот идеал не хуже американского.

Выкупы управляющими (management buyout – MBO; management buyin – MBI) – 50,1% и 78,8% от объема всех инвестиций в Европе соответственно в 1997 и 2007 гг. Это финансирование обеспечивает приобретение предприятий действующими (MBO) или внешними (MBI) управляющими.

Капитал замещения (replacement capital) – 7,6% и 4,4% от объема всех инвестиций в Европе соответственно в 1997 и 2007 гг. В основном это сделки на вторичном рынке, когда какая-то группа акционеров осуществляет выкуп инвестиции у другой группы акционеров (обычно у венчурных или прямых инвесторов). В Европе, где в прошлом отношение к инвесторам, осуществляющим выход из инвестиции, было скорее негативным, со временем эта форма венчурной сделки получила развитие в качестве выхода, поскольку управляющим фондами ликвидность необходима, чтобы оправдать ожидания инвесторов.

Хотя процесс венчурного инвестирования в отдельных случаях может характеризоваться некоторыми нюансами, его основные правила остаются идентичными, даже если упор на необходимость наличия у команды менеджеров фондов определенной квалификации (на что, к сожалению, в Европе, а особенно в России, часто пока не обращают внимания) может быть выражен в большей или меньшей степени.

3.2. Основные правила процесса венчурного инвестирования с позиций его главных участников

Рассмотрим эти основные правила и рекомендации в отношении главных участников процесса венчурного инвестирования (сконцентрировав основное внимание на управляющих фондами):

- Инвестируемые компании.
- Инвесторы.
- Управляющие фондами венчурного капитала.

3.2.1. Инвестируемые компании

Главное правило для команды менеджеров инвестируемой компании – четко следовать бизнес-плану или его пересмотренному варианту, на основе которого принималось инвестиционное решение. Необходимо обеспечивать инвесторов ясной, точной и надежной информацией, открыто и своевременно сообщать все новости (плохие и хорошие) о работе компании и обращаться с акционерами как с членами одной команды, а не как с посторонними.

3.2.2. Инвесторы

Все потенциальные источники венчурного капитала (как контролируемые – captive funds, так и независимые – independent funds) испытывают сильное давление со стороны спроса на их собственный капитал и на средства, находящиеся у них в управлении. Пенсионные фонды и страховые компании, как

правило, завалены проспектами и заявками, поступившими из индустрии венчурного инвестирования. Из-за этого важность соблюдения правил возрастает. Эти правила касаются следующих моментов.

При формировании фонда инвестору нужно иметь ясное представление о стратегии управляющих венчурным фондом и о шансах этих венчурных менеджеров, рассматриваемых как единая управляющая команда, успешно сформировать фонд. Инвестору важно знать, какие имеются на счету у выбранной управляющей команды достижения, оцененные в терминах внутренней нормы доходности на сугубо стандартизированной основе, что позволяет сравнивать эти команды друг с другом (сюда, например, относятся рекомендации EVCA проводить оценку как управляющих компаний, так и инвестиционных портфелей, которыми управляли эти компании). Учитывая особо благоприятные условия, в которых действовали инвесторы в 1980–1990-х годах, и то, что сейчас эта практика пересматривается, нужно помнить, что чем на более раннем этапе формирования фонда находятся инициаторы его создания, тем больше вероятность попыток пересмотра условий участия в нем.

В процессе инвестирования инвесторы вправе рассчитывать на такую же открытость и своевременную объективную отчетность, какую управляющие фонда ожидают получать от компаний из своего инвестиционного портфеля. Инвесторам не нравятся сюрпризы, особенно плохие, и это правило ни в коем случае нельзя нарушать, ибо такое управляющей компании никогда не забудут и не простят. Финансовая информация должна предоставляться регулярно, последовательно и исчерпывающе (американские инвесторы, например, обычно требуют ежеквартальных докладов по инвестиционному портфелю).

За исключением нескольких удачливых «вечнозеленых» (evergreen) фондов, обычно инвесторов волнует поток генерируемой фондом наличности, поэтому они следят за внутренней нормой доходности более внимательно, чем за показателями издержек. Чтобы добиться оптимизации этой ситуации, фонду следует аккумулировать инвестиционные ресурсы как можно ближе к дате инвестиции и возвращать их как можно быстрее (при минимуме депонирования и разного рода задержек выплат).

В целом, главное правило обращения с источниками капитала для венчурных фондов таково: нужно обходиться с ними уважительно, причем на постоянной основе, а не только в период формирования фондов. Нарушение этих ясных правил обычно не позволяет управляющим компаниям надеяться на «светлое будущее». Так что не случайно фонды все чаще нанимают для общения и поддержания отношений с инвесторами специальных сотрудников, не занимающихся заключением сделок.

3.2.3. Управляющие фондами венчурного капитала

3.2.3.1. История создания фондов в Европе

В начале 1980-х годов, когда венчурная индустрия Европы только начинала свои первые «серьезные» инвестиционные циклы, формирование фонда еще не опиралось на серьезную основу. Как и сегодня в России, фонды часто создавались исходя из некой концепции, а не четко сформулированной стратегии. Специалисты в венчурную индустрию привлекались отовсюду, но, в отличие от США, где венчурный капитал на этапе его становления развивали предприниматели, в Европе

этот процесс находился преимущественно под влиянием бухгалтеров (в Великобритании) и банкиров (на континенте), что и обусловило своеобразие нынешних форм венчурного бизнеса в Европе.

Перспектив эмиссии долей фонда, как и России в наши дни, выступал достаточно теоретическим документом, естественно, без каких-либо указаний на предшествующие достижения как венчурной индустрии в целом, так и конкретной управляющей компании. Сделки в Европе заключались на тех же условиях, что и в США, т.е. на покрытие расходов по управлению фондом ежегодно выделялось в среднем 2,5% от объема средств под управлением, при удерживаемом вознаграждении, составлявшем 20% от прибыли фонда при невысокой пороговой доходности (*hurdle rate*), а в некоторых случаях удерживаемое вознаграждение выплачивалось еще до того, как инвесторы вернули все свои вложенные средства. Контролируемые (*captivе*) фонды часто создавались так, что в них работали служащие связанных организаций (особенно банков), и их деятельность часто велась на основе весьма запутанной стратегии.

На втором этапе развития венчурного инвестирования в Европе в индустрии произошли большие перемены. Хотя новые участники процесса появляются довольно редко – например, за период 2004–2008 гг. совокупный объем собранных фондами средств увеличился более чем в 10 раз, тогда как число работников отрасли венчурного инвестирования увеличилось менее чем втрое, – правила игры изменились.

Резко возросла конкуренция за источники средств между фондами, как контролируруемыми, так и независимыми. Появившаяся в Великобритании, Нидерландах и Франции статистика эффективности (к сожалению, построенная на разной базе) в

какой-то мере позволяет теперь инвесторам «подкармливать победителей» (фигурирующих в верхней четверти списка участников процесса венчурных инвестиций) и «морить голодом побежденных». Поэтому проспекты эмиссии долей фонда стали больше концентрироваться на ясных стратегиях и на подчеркивании конкурентных преимуществ управляющих компаний, которые позволяют их реализовать. Попытки найти подходящую нишу для инвестирования, ориентируясь как на стадии развития предприятия, так и на сектора промышленности, в Европе стали удаваться чаще, чем на первых этапах.

Доля капитала, получаемого при создании венчурных фондов в Европе из внешних источников (чаще всего из США), по данным EVCA, в 1998–2008 гг. колебалась в пределах 20–25% от общего объема, что усложняло процесс формирования фондов – по причине языковых различий, материально-технического снабжения и глобального сравнения эффективности. Глобализация венчурной индустрии повлияла на сроки и условия заключения инвестиционных сделок.

При этом существующие на рынке фонды могут собрать новые финансовые средства, только если они принимают во внимание характер вознаграждения управляющих в фондах, при котором удерживаемое вознаграждение больше поступает к тем физическим лицам, которые фактически занимаются сделками. Это в свою очередь влияет на сроки, необходимые для формирования фонда и его окончательного закрытия (closing), для чего обычно нужно больше года. Однако самые благополучные и удачливые учредители фондов могут привлечь даже больше желающих подписаться на долю в их фонде, чем им нужно, еще до начала подписки (хотя в Европе такое по-прежнему происходит реже, чем в США, из-за меньшей искушенности в венчурном бизнесе).

Сейчас в нескольких европейских странах появились фондовые структуры, более эффективные в плане налогообложения, причем как для инвесторов, так и для управляющих фондами. Однако в большинстве стран Западной Европы венчурное финансирование приходится осуществлять в условиях «налоговых сетей», специально созданных для «отлова» недобросовестных плательщиков. В целом, правила работы меняются по мере увеличения зрелости рынка венчурного инвестирования. На новых европейских рынках пока еще действуют некоторые старые правила, но можно надеяться, что, когда придет время для нового цикла создания фондов после кризиса, ситуация изменится, приблизившись к той, что сложилась в США.

3.2.3.2. Возможности привлечения и подготовки сделок

Привлечение и подготовка сделок – важнейший аспект венчурного финансирования. С течением времени значение способности фонда привлекать и оперативно подготавливать сделки для инвестирования увеличивается, поскольку компании, заинтересованные в венчурном финансировании, становятся более искушенными. Чтобы максимизировать уровень цен, продавцы – компании и лица, заинтересованные в инвестициях, – все чаще обращаются к посредникам, которые, в свою очередь, используют такие конкурентные способы повышения цен, как тендеры и аукционы.

Что касается предложения венчурного капитала, то крупные фонды выкупов (фонды LBO) в Европе стали еще крупнее и активно конкурируют друг с другом, что ослабляет надежды на высокую прибыль от инвестиций, а следовательно, снижает желание платить высокие цены на входе в рамках сделок по венчурному инвестированию. Этот фактор особенно привлекателен для тех инвестиционных фондов, которые полагают, что

благоприятные условия для выхода существуют не всегда и, как правило, не улучшаются, а ухудшаются.

Все это не выглядит хорошей средой для привлечения сделок, выгодных как для покупателей, так и для продавцов. К счастью, пока еще остается несколько положительных моментов. Первый заключается в том, что теперь, с появлением в Европе больших денег и опыта в сфере венчурных инвестиций (в некоторых странах больше, в других – меньше), финансовые инвесторы приобрели в глазах продавцов и их посредников большой вес по сравнению со стратегическими инвесторами, чем это было в 1980–1990-х годах. Это существенно увеличило число сделок в венчурном бизнесе Европы. Во-вторых, и для тех инвесторов, которые работают в промышленном секторе, остались привлекательные с точки зрения венчурных инвестиций отрасли, где Европа продолжает оставаться мировым лидером (например, в химической промышленности) или сокращает разрыв (кабельное ТВ, телекоммуникации и услуги в целом).

Для тех, кто специализируется на малых сделках или сделках на более ранних стадиях венчурных инвестиций, количество приходящихся на один фонд инвестиционных сделок в последние годы также увеличилось, хотя число фондов сократилось из-за недостаточной эффективности некоторых из них.

Наконец, перестройка в ряде европейских стран привела к тому, что открылись возможности для новых сделок в результате изменения стратегии корпораций, приватизации и увеличения доли акционерного капитала в соотношении акционерный капитал/кредиты (например, в Германии).

В столь сложной среде фонды выбирают такие стратегии привлечения и подготовки сделок, которые соответствуют их опыту и положению на рынке. В этих стратегиях предусматри-

вается довольно пассивное отношение к публичному имиджу фондов, активное участие в инвестиционных тендерах и аукционах и создание собственной сети личных контактов. Каждый фонд, конечно, подготавливает свою собственную программу привлечения и подготовки сделок, но всегда остается справедливым правило: если слишком полагаться на посредников с их тендерами и аукционами, то такая программа привлечения и подготовки сделок может привести к формированию очень дорогостоящего портфеля инвестиций. Дело в том, что тендеры и аукционы подразумевают ограничение доступа к компаниям, их финансовой и технической документации и сведениям о результатах процедуры тщательного изучения (due diligence), которая уже проводилась представителями продавца; отсюда – жесткая игра на повышение цен на нескольких этапах продаж, что, безусловно, не способствует установлению умеренных цен.

3.2.3.3. Инвестирование

Завершив процесс привлечения и подготовки некоторого количества сделок, менеджерам фонда нужно их быстро и эффективно изучить и отобрать из их числа пригодные для инвестирования, учитывая, что обычное отношение числа реальных инвестиций к числу подготовленных для рассмотрения сделок редко превышает 1:100. Изучаются доброкачественно подготовленные бизнес-планы. При этом заявки на инвестиции, предлагающие просто «возможность» (opportunity), но без соответствующего бизнес-плана, обычно фондами вообще не рассматриваются. В этой работе помогает хорошее знание соответствующих отраслей экономики и понимание перспектив их развития, так же как и предварительное обсуждение проблемы с коллегами или на заседаниях инвестиционного комитета.

На этом этапе разные игроки рынка венчурных инвестиций могут предлагать различные подходы, и каждый из них будет отстаивать свою точку зрения. Американский подход предполагает детальное и тщательное изучение, европейский – все еще экспресс-анализ. В Европе для большинства участников процесса стартовым этапом для дальнейшего продвижения вперед является как можно более быстрое «тестирование» бизнес-плана управляющими фонда, ознакомление с рынком этих товаров или услуг и предварительные переговоры об оценке стоимости и других аспектах намечаемой сделки.

Цель этого этапа заключается в том, чтобы оценить следующие четыре ключевые области:

- Перспективы компании и/или ее продукта и технологии.
- Способности команды управляющих (важнейшая переменная).
- Вероятность когда-либо прийти к одинаковой с продавцом оценке стоимости.
- Вероятность прийти к единым целям с теми акционерами (если они есть), которые должны будут работать «на будущее» вместе с фондом венчурного капитала.

На данном этапе личный опыт участника венчурного процесса очень много значит для быстрого формирования обоснованной позиции. Если обнаруживается слабость в какой-либо из перечисленных областей и не видно относительно простого решения для выявленных проблем, лучше предупредить возможные убытки на ранней стадии и перейти к рассмотрению другой инвестиционной возможности.

Смысл первых трех ключевых областей оценки потенциальной инвестиции достаточно прозрачен (хотя оценить их и непросто);

четвертая же область – единые с инвестируемой компанией цели – требует дополнительных пояснений. Здесь, как и при вступлении в брак, важно, чтобы партнеры, несмотря на краткосрочные расхождения в позициях, придерживались одной и той же системы ценностей и имели одинаковые среднесрочные и долгосрочные цели. Если нет такого согласия с существующими акционерами (в отношении смены пути развития, последующих раундов финансирования, возможностей органического роста или роста за счет новых приобретений и т.п.), то кроме очевидных трудностей с реализацией принятой стратегии может стать весьма затруднительным и выход из инвестиции (или даже вообще невозможным – если у акционеров будут разные взгляды на процедуры и сроки завершения «игры»).

В этом одна из главных причин того, что существенная доля из суммы 584 млрд евро, мобилизованных для прямых и венчурных инвестиций в Европе в 2008 г. (по данным EVCA), была «заморожена» в портфельных компаниях, которые не смогли найти выхода из венчурных инвестиций в запланированные сроки. Наиболее частой причиной этого является участие в проинвестированной компании слишком большого числа мелких акционеров при отсутствии надежного механизма, который позволял бы управляющим фонда поменять команду менеджеров компании либо заставить других акционеров продать бизнес через определенный период после осуществления инвестиций, а также в случае недостаточной эффективности бизнеса.

3.2.3.4. Оценка компании

Если с четырьмя ключевыми переменными оценки потенциальной инвестиции все в порядке, управляющим фонда можно

перейти к более глубокой оценке стоимости бизнеса. Оценка стоимости помимо упомянутых выше внешних факторов опирается также на ряд внутренних факторов, связанных со структурой сделки, которую реально можно заключить, и производится в расчете на одну операцию при запланированных уровнях инвестиций, доходов и потока наличности.

Следует подчеркнуть опасность всякой сделки, которая опирается исключительно на «умную» (smart) финансовую инженерию в момент осуществления инвестиции. Умное использование мезанинного финансирования (mezzanine financing) и кредитов может повысить доходность акционерного капитала на поздних стадиях; изначально толково организованная защита при помощи таких инструментов, как подлежащие выкупу акции, может скомпенсировать недостаточную эффективность начальных стадий или инвестиций мелких акционеров. Однако все эти меры не могут заменить здравого коммерческого суждения, которое опирается на надежную программу тщательного изучения компании.

3.2.3.5. Тщательное изучение компании

Отношение к программе тщательного изучения компании (due diligence) как потенциального объекта инвестирования отличает практику венчурных инвестиций в Европе от таковой в США. В Европе по-прежнему есть верующие и неверующие в эту программу, использующие ее и не использующие, со всеми вариациями между этими крайностями. Для некоторых участников венчурного процесса в ряде европейских стран вполне достаточно узнать, что они учились в одной школе с отцом предпринимателя, обратившегося за финансированием. Большинство же выживших в венчурном бизнесе желает получить возможность провести дополнительную проверку

рынков, технологии, поведения конкурентов, узнать позицию клиентов и поставщиков, изучить рекомендации на команду менеджеров компании, ознакомиться с мнениями других экспертов и т.д.

Осуществить процедуру тщательного изучения можно поручить другим, однако опыт показывает, что управляющим гораздо разумнее сделать все это самостоятельно в рамках своего фонда и на самом высшем уровне его руководства:

- во-первых, это позволяет принимать более обоснованные решения;
- во-вторых, позволяет управляющему самому проанализировать человеческую реакцию на предлагаемые инвестиции и их структуру и тем самым проникнуть в некие «серые» области, которые другие не смогут увидеть или о которых не захотят сообщить.

Но самое важное – это уникальная возможность для управляющего самому проникнуть в глубь бизнеса, что в итоге будет существенным продвижением в подготовке к работе над приращением стоимости (adding value) компании в период после выполнения инвестиции. Конечно, есть много аспектов, которые лучше поручить третьим лицам, – например, проверку технических отчетов, подготовку аудиторского заключения и проведение правового тщательного изучения (включая, конечно, подготовку договоров).

Несколько полезных в практическом отношении рекомендаций:

1. Представляемые отчеты нужно считать не «прикрытием тыла», а скорее важной информацией для принятия текущих решений.

2. Инструкции для консультантов, аудиторов и юристов следует составлять вместе с ними, после того как они сами поняли возможности, которые открывают перед ними инвестиции, ощутив себя участниками венчурного процесса, а не сторонними наблюдателями.
3. Отчеты и рабочие планы тщательного изучения должны быть вначале сконцентрированы на совместно согласованных с консультантами наиболее уязвимых моментах, чтобы минимизировать расход времени и средств на то, что может оказаться недостаточно привлекательным для инвестиций.
4. Внешним участникам тщательного изучения нужно позволять предлагать новые аспекты дальнейшего изучения компании, с которыми они могут столкнуться по ходу работ: многие опасности остаются скрытыми, пока не начато первоначальное изучение.
5. Структура оплаты труда привлеченных третьих лиц должна быть такой, чтобы, по возможности, основная их нагрузка переносилась на более поздние фазы процесса, дабы уберечь управляющую компанию фонда от банкротства из-за платежей по слишком большому числу так и не заключенных договоров об инвестировании.

Инвестиционные учреждения США сообщают об удивительной корреляции между числом эффективных фондов и числом тех, кто активно использует программы тщательного изучения. Однако управляющие компании фондов выдвигают против этого определенные возражения, не лишённые оснований:

- Существенно вырастают издержки.
- Требуется значительно больше времени (не меньше четырех-восьми недель).

- Возможно сопротивление со стороны компании, рассматриваемой в качестве потенциального объекта инвестиций, если ей удалось отыскать менее требовательного инвестора.

3.2.3.6. Инвестиционный комитет

Когда сделка успешно прошла проверку путем тщательного изучения; успешно завершены переговоры по оценке стоимости бизнеса, структуре инвестиционной сделки; имеется принципиальное согласие акционеров и одобрение проекта договора купли-продажи акций (долей); подписано соглашение по банковскому кредитованию и мезанинному финансированию (что требует отдельной программы продаж и тщательной проработки предложенных условий) и т.п., то прежде чем будет заключен договор и начнется финансирование, сделка обычно требует «благословения» со стороны инвестиционного комитета фонда. Причем на этом этапе процедуры тоже могут быть разными.

Инвестиционные комитеты венчурных фондов бывают внутренние и внешние; более существенно то, что комитет может быть либо постоянно включенным в переговоры по сделке, либо он получает полный инвестиционный меморандум только на заключительной стадии для вынесения решения «начинаем / не начинаем». Первый подход позволяет критически относиться к детищу инвестиционной команды управляющей компании фонда и в итоге приводит к вынесению хорошо аргументированного решения с минимальным риском неожиданной перемены мнения. На второй подход нужно меньше времени, однако здесь есть риск того, что обсуждение будет менее информативным и может закончиться отклонением сделки на очень дорогостоящем и неудобном для управляющей компании фонда этапе, т.е. в самом конце ее подготовки.

3.2.3.7. Постинвестиционное управление

Цели инвестиций основаны на простой формуле прироста стоимости капитала: если не принимать во внимание заемные средства, его главными детерминантами оказываются коэффициент отношения цены акции к доходу (price/earnings ratio, P/E) и разница в объеме чистой прибыли (net income) между началом и концом инвестирования.

В Европе сложные отношения с продавцом или посредником привели к «оценке по полной стоимости», как в условиях публичных торгов, так и при частном предложении, что уменьшает возможности вычисления добавленной стоимости через коэффициент P/E. Таким образом, произошел возврат к необходимости гарантии дополнительного дохода за счет добавленной стоимости, полученной в результате контроля над инвестируемым предприятием (принцип «активного участия», hands-on). Такой контроль обещает в своем проспекте эмиссии долей фонда практически каждая управляющая компания.

Участие в управлении все больше становится основной детерминантой роста стоимости компании. Однако в США на основе статистических данных было показано, что удачный выход на растущий рынок на начальном этапе финансирования оказывается гораздо более важным, чем качества команды менеджеров портфельной компании или собственный вклад управляющей компании фонда в бизнес портфельной компании.

Теоретически, 50%-ный уровень заемных средств (т.е. половина – кредит, половина – акционерный капитал), или 50%-ное уменьшение стоимости вхождения в проект, гораздо сильнее отражается на внутренней норме доходности, чем 50%-ное повышение постинвестиционных доходов (при прочих равных условиях). Однако если учитывать конкретный поток налично-

сти компании и цены, определяемые рынком, то прибыльность – это главная область, в которой менеджеры фондов могут воздействовать на эффективность компаний своего инвестиционного портфеля, а значит, на возможности выхода из этих компаний, и тем самым повлиять на IRR собственного фонда.

3.2.3.8. Совет директоров

Большинство фондов получают для своего представителя право на место в совете директоров инвестируемого предприятия. Риск использования кого-нибудь извне (независимого директора) заключается в том, что он может начать действовать на стороне команды менеджеров инвестируемого предприятия. Кроме того, нужно предотвратить возможность того, что «чужой» мог бы воспользоваться преимуществами программы тщательного изучения для сближения с управляющей компанией фонда и ее менеджерами. С другой стороны, для фондов с большим инвестиционным портфелем, а также в странах, в которых прямое представительство в совете директоров связано с высокими финансовыми рисками для фонда, введение в совет независимого директора извне может быть практически единственной альтернативой.

Для опытного управляющего венчурным капиталом заседания совета директоров не являются местом, где следует выяснять отклонения от цифр принятого компанией бюджета и получать объяснения на этот счет. На основе результатов проведенного тщательного изучения у него должно уже сформироваться понимание ключевых моментов данного бизнеса, и он должен обладать основной финансовой и управленческой информацией. На этих заседаниях нужно обсуждать пути развития бизнеса и возможности реализации принятых решений. Например, опытный управляющий фондом может ввести в инвестируемой

компании такую систему финансового управления, которая обеспечит более эффективное производство и эффективный контроль над ним.

3.2.3.9. Другие направления

Возможность оказать более действенную помощь инвестируемой компании зависит также и от того, какими собственными средствами располагает фонд венчурных инвестиций. Например, если у него есть международные связи, то он может помочь расширению дела в международном масштабе. Если у него есть сеть менеджеров-профессионалов, то он может привлечь проверенный персонал туда, где в компании появится прорыв в организации дела. Применение управляющими венчурным фондом собственного промышленного, технического, коммерческого и стратегического опыта со временем приведет к приросту капитала, повысив эффект от ресурсов, которыми располагает портфельная компания.

3.2.3.10. Управление выходом из инвестиции

Объективная оценка эффективности работы фонда может быть получена лишь после полной реализации всех сделанных инвестиций. В индустрии прямых инвестиций Европы инвесторы на первых этапах оценивали стоимость инвестиционных портфелей фондов, опираясь на объемы инвестиций и их рыночную стоимость, тогда как сегодня в Европе, как и в США, фонды венчурных инвестиций уже способны предложить данные о внутренней норме доходности, соответствующие трем или четырем инвестиционным циклам фонда, чтобы помочь инвесторам в выборе инвестиционных решений.

Методология осуществления выходов из инвестиций (exit) посредством первоначальных публичных предложений акций (IPO), прямых продаж (trade sale) или в ходе вторичного размещения (secondary placement) активов в своей стране или за границей обсуждается в лекции 17, поэтому здесь мы отметим лишь несколько дополнительных моментов:

1. Основа выхода из инвестиции часто закладывается именно на входе. Выходы могут быть заблокированы небрежно организованным входом в инвестицию.
2. Фактор времени оказывается критичным параметром, когда эффективность измеряется по IRR, а не как мультипликатор стоимости инвестиции. Если нет полного контроля над процессом выхода, то для осуществления давления на фактор времени могут быть полезны такие механизмы, как выкупаемые акции, которые оплачиваются с премией за определенное количество лет неиспользования права на выход; соглашения о принудительной продаже, которые дают инвестору право продать 100% своих акций компании через определенное количество лет (или, по крайней мере, выдать держателям небольших пакетов акций опционы на приобретение больших пакетов), а также обременительная политика повышения дивидендов.
3. Сложные структуры может быть трудно подготовить к раннему выходу, особенно через IPO, и об этом нужно позаботиться с самого начала.
4. Дипломатичное, открытое обращение с другими акционерами (особенно управляющими) предельно важно для того, чтобы максимизировать стоимость при выходе. Их нематериальные активы – «гудвилл» (goodwill) часто мо-

гут быть намного более ценными, чем просто опора на права обладателя контрольного пакета акций.

5. Использование советников, как при продаже стратегическим покупателям (strategic buyers), так и при IPO, выгодно для максимизации стоимости (например, на международных аукционах) и для экономии времени, но опять-таки оплата их услуг должна быть по возможности ориентирована на успешный выход.
6. Учитывая, что на существующих европейских фондовых рынках выходы через IPO составляли по объему менее 15% в 1997 г. и 11% в 2007 г. от всех реализованных инвестиций (согласно данным EVCA), не связанные с IPO альтернативы должны быть реально достижимы и приемлемы для всех акционеров.

В целом процесс выхода требует активного управления, начиная еще с доинвестиционной стадии и вплоть до его завершения. Если оставить этот процесс на волю случая или все надежды по выходу связывать только с котированием на фондовой бирже, то могут быть серьезные разочарования.

С точки зрения американских инвесторов, в Европе не так успешно осуществляется выход из инвестиций, как в США. Хотя до последнего времени это объяснялось недостаточным числом в Европе рынков по типу NASDAQ, причиной неудач может быть как плохое планирование и плохая подготовка выходов из инвестиций, так и недостаточная защита выходов на этапе инвестирования.

3.3. Выигрыш участников венчурного рынка

Чтобы иметь успешно функционирующую венчурную индустрию, необходимо, чтобы удовлетворялись запросы инвесторов и

компаний-реципиентов инвестиций, соблюдались интересы экономики и, наконец, управляющих компаний фондов и их команд. Нужно, чтобы обеспечивалось будущее этих компаний и их менеджеров, и чтобы имела место преемственность в их рядах.

3.3.1. Инвесторы

Исследования эффективности инвестиций в последнее время все больше осуществляются на национальном уровне (в частности, в Великобритании, Нидерландах и Франции). EVCA, со своей стороны, также регулярно проводит подобное изучение на уровне всей Европы. В этих исследованиях используются разные критерии: от анализа результатов инвестиций, из которых осуществлен выход, до изучения совокупного инвестиционного портфеля участвующих в анализе фондов. Однако в целом выводы оказываются во многом весьма близкими: например, данные по Голландии, как и по многим другим странам Европы, демонстрируют небольшие убытки на ранних стадиях инвестирования, тогда как доходность на переходной стадии и на стадии выкупа колеблется в пределах 25–40% годовых.

Разные инвесторы рассчитывают на разные уровни доходности, при этом инвесторы могут говорить одно, а практиковать другое.

В основном в Европе венчурные инвестиции попадают в категорию «неликвидов», наряду с такими сферами потенциальных инвестиций, как недвижимость, газ, нефть и т.д. Более высокий по сравнению с фондовым рынком доход должен не только компенсировать отсутствие ликвидности, но также высокие риски данного бизнеса и провалы инвестиционного

портфеля (не обижая «победителей», но и не выплачивая им слишком много); должны быть учтены также фактор времени, потенциальная потребность в повторном финансировании, задержки с выплатами инвесторам при выходе и т.д.

В то время как многие инвесторы соглашались на премию в 3–6% по сравнению с более ликвидными инвестициями, имеется много таких, которые пытаются вложить свои деньги в фонды, находящиеся в верхней четверти списка наиболее успешных фондов, в расчете получить гораздо большую премию, чем указанный выше диапазон премий на более поздних этапах инвестиций. А это усиливает тенденцию «подкармливать победителей», в результате чего наиболее успешные фонды, как правило, получают в управление гораздо больше средств, чем у них было прежде.

В Европе наиболее успешные венчурные фонды смогли сформировать доверие инвесторов к прямым инвестициям, что особенно актуально с учетом того, что фонды завершили свой первый полный цикл инвестиций и выходов из них лишь к середине 1990-х годов и выход из следующего цикла совпал с начавшимся в 2007 г. кризисом. При этом значительная часть фондов имеет далеко не утешительные результаты.

Необходимо иметь в виду, что обещанная фондом инвесторам доходность не является безусловным обязательством управляющей компании, так как зависит от многих трудно прогнозируемых факторов, и, скорее, означает критерий отбора сделок для инвестирования. В поток отобранных сделок не должны попасть такие, которые даже в случае благоприятных условий для реализации бизнес-плана компании не могут дать возврат на инвестиции в ожидаемом (и обещанном инвесторам) фондом размере.

3.3.2. Инвестируемые компании

Исследование эффективности венчурного инвестирования проводилось главным образом в Великобритании и во Франции, где сравнивались производственные характеристики компаний, получавших и не получавших поддержку со стороны венчурного капитала, а также изучалась степень удовлетворенности компаний инвесторами, которые их финансировали в форме венчурных инвестиций.

Чтобы показать, в каком плане деятельность поддержанных венчурным капиталом компаний оказалась более успешной, можно начать с французского исследования, которое было повторено в Англии. При этом, конечно, трудно точно сказать, что случилось бы с этими компаниями, если бы они не были профинансированы венчурным капиталом. Ориентация на данные 1990-х годов вполне оправданна, так как ситуация в российской экономике, а также уровень развития российской индустрии венчурного капитала сегодня соответствуют именно этим годам в Европе, и более «свежие» данные были бы менее информативны.

Английское исследование показало, что 84% компаний признали участие венчурного капитала либо решающим (51%), либо очень важным для их роста. Те, кто росли быстрее всех, были особенно склонны высоко оценивать роль венчурного капитала. Анализ показал, что 67% респондентов высоко оценивали участие венчурного капитала за возможность «озвучить» новые идеи; 43% – за то, что управляющие венчурным капиталом постоянно бросают вызов устоявшейся рутине; 41% – за финансовый консалтинг; 40% – за помощь в выработке корпоративной стратегии и направлений развития; 30% – за помощь в налаживании контактов и в получении рыночной информации.

Представляется, что удовлетворенность клиентов – решающий фактор для будущего индустрии венчурного капитала. Поэтому служба постинвестиционной поддержки компаний может стать важным элементом системы обеспечения более высокого уровня удовлетворенности клиентов венчурным капиталом в будущем.

Рост компаний, получивших поддержку со стороны венчурного капитала, – это лишь одна из форм измерения. Существует много менее осязаемых факторов, таких как преимущества, вытекающие из увеличения возможностей для больших компаний сконцентрировать усилия на основном направлении своего развития, избавившись от ставших ненужными подразделений через выкупы их управляющими (МВО); увеличение экономической эффективности путем нахождения своей ниши или путем участия в конкуренции, возникшей в индустрии венчурного капитала, и т.д.

По оценкам уже упоминавшегося английского исследования, за десятилетие только в Великобритании выкупы управляющими позволили примерно миллиону людей получить статус управляющих собственного бизнеса. За этот же период доля продукции 100 самых крупных частных предприятий в Великобритании в общем объеме производства уменьшилась с 42% до 35% – в значительной мере благодаря той же тенденции.

По оценкам того же исследования, в середине 1990-х годов в Великобритании более миллиона людей работали на получивших поддержку со стороны венчурного капитала предприятиях, которые имели совокупный объем продаж более 80 млрд евро, свыше 5 млрд евро дохода (до налогообложения) и экспортировали продукции на 7,5 млрд евро. За последние пять лет эти компании росли в 5 раз быстрее, чем 100 самых крупных компаний из списка газеты «Файнэншл Таймс», увеличивая

свой штат на 15% в год, тогда как 100 крупнейших компаний уменьшали свой штат на 1% в год.

В Европе от двух третей до трех четвертей венчурных инвестиций направляется в малые компании, где работает менее 100 человек. Можно смело считать, что эти компании, которые производят товары нужного качества для проверенных рынков сбыта, будут расти и повышать занятость самым быстрым из доступных европейской экономике способов.

Во всех странах существует критика экономической эффективности венчурного капитала. Частично такая критика относится к начальной стадии развития венчурного бизнеса, о чем уже говорилось выше, но в основном эта критика относится к тому, что только 5–6% инвестиций идет на достартовое (посевное) и иное финансирование на ранних этапах, которое считается принципиально важным для роста национальной экономики конкретной страны.

Такой критике можно противопоставить следующие аргументы.

Европейская инфраструктура в 1990-е годы была не в состоянии использовать американскую модель венчурного капитала 1970-х годов, и понадобились скоординированные усилия с разных сторон (включая усилия со стороны правительств), чтобы создать в Европе необходимую инфраструктуру. В нынешней европейской инфраструктуре по-прежнему недостает быстрорастущих фондовых рынков, инвесторов, готовых к долгосрочным инвестициям (в Европе инвесторами чаще всего являются банки), а также налоговых стимулов для предпринимателей и инвесторов. Недостаточно осознается необходимость интернационализации улучшенных технологий, низка по сравнению с США культура предпринимательства, позволяющая простить начинающему его ошибки и неудачи. Недооцени-

важется необходимость повышения профессионального уровня менеджеров венчурных фондов, улучшения их производственной и предпринимательской подготовки, и т.п.

Как только инвесторы в США обнаружили, что поздние стадии инвестирования гораздо прибыльнее ранних, в США возобладали те же тенденции, которые уже давно утвердились в Европе. Следует заметить, что инвестиции в ранние стадии часто путают с инвестициями в разработку технологий, но это не синонимы, хотя бы потому, что значительные инвестиции в новые технологии возможны и на поздних стадиях венчурного цикла. Финансирование ранних стадий развития компаний может осуществляться из разных источников: это могут быть бизнес-ангелы, правительства, технопарки, банки и т.д. Хорошей новостью можно считать следующее: после того как инвестиции вначале в Европе, а затем и в США начали тяготеть к более поздним стадиям, в сфере инвестирования начальных стадий образовался некий вакуум, который стал привлекать новых игроков и новые деньги.

3.3.3. Управляющие фондами

Прямое инвестирование – это довольно крупная индустрия, в ней в доверительном управлении находятся огромные финансовые средства, формируются большие капиталы и создается много рабочих мест. Но в плане количества работающих в ней управляющих – это индустрия малых предприятий. В Европе имеется не более чем 2500–3000 управляющих фондами команд (при этом четверть из них находятся в Великобритании), которые управляют половиной европейского венчурного капитала.

Различия между странами в эффективности использования прямых инвестиций в большой степени зависят от того, на каких стадиях осуществляются инвестиции. Так, Испания, с ее упором на ранние стадии, сосредоточила у себя около 9% всех европейских управляющих фондами, которые управляют менее чем 3% венчурного капитала в Европе.

Заметим, что закон Дарвина о выживании сильнейших полностью применим и к индустрии венчурного капитала: консолидация индустрии идет за счет слияний и ликвидации фондов. Однако в основном управляющим командам удается сохранять свою цельность не только за счет долговременной природы оплаты труда по модели «удерживаемого вознаграждения», но и в силу увлекательности работы в области прямых и венчурных инвестиций. Это очень важно для инвесторов фондов, чья заинтересованность в результатах наиболее успешных управляющих команд так велика, что добившиеся хороших результатов команды практически в том же составе получают в управление следующие вновь создаваемые фонды.

3.3.4. Отношение к венчурным инвестициям со стороны общества

Наряду с положительным настроем в отношении венчурной индустрии в США и Европе встречаются и случаи резко отрицательного отношения, обострившиеся с началом экономического кризиса.

В США и Европе активным противником прямых и венчурных инвестиций выступает Service Employees International Union (SEIU) – зарегистрированный в США международный профсоюз работников сферы услуг, который по некоторым вопросам

получил поддержку других профессиональных союзов, и даже «Amnesty International».

Следует отметить, что аргументация SEIU не вполне обоснованна и не соответствует современной практике работы фондов прямых и венчурных инвестиций. Среди традиционных обвинений в адрес фондов прямых и венчурных инвестиций можно выделить следующие:

1. «Форма венчурных фондов используется для проникновения в финансовую систему США и Европы и прежде всего в основные банки через фонды национального благосостояния других стран, размещаемых в этих банках». – Обычно представители венчурного сообщества отвечают на такое обвинение, что фонды венчурных инвестиций в своих действиях не отличаются от других инвесторов и имеют те же права.
2. «Фонды венчурных инвестиций пользуются лазейками в налоговом законодательстве». – В ответ на это венчурное сообщество заявляет, что в случае венчурных фондов не используется ничего, что не использовалось бы другими формами управления активов. Кроме того, работники фондов платят тот же самый высокий налог (до 15–35% в зависимости от страны) на зарплату, премии, бонусы и удерживаемое вознаграждение и обычные для данной страны налоги на доход от прироста капитала (причем часто используется довольно высокий порог доходности – 8–10%).
3. «Прямые и венчурные инвесторы используют недостатки в финансовом законодательстве, и их удерживаемое вознаграждение не облагается налогом». – Представители венчурного бизнеса заявляют, что это не так и налог платится в полной мере. Более того, например в США,

при годовом доходе в 85 000 долл. у американца эффективная ставка подоходного налога составляла в 2005 г. около 6%, а у 1% крупнейших американских компаний ставка налога составляет 19,4%. Если удерживаемое вознаграждение облагать подоходным налогом по полной ставке, то конкурентность прямых и венчурных инвестиций, осуществляемых через фонды США, снизится, так как в Англии, Франции, Ирландии и Испании удерживаемый доход облагается как доход на капитал, а не через подоходный налог.

4. «Прямые и венчурные инвесторы занижают свою прибыль, вычитая из налогооблагаемой прибыли платежи по процентам в сделках выкупа акций с использованием заемных средств (LBO)». – Ответом на это обвинение также является «нет», так как такая практика распространяется на всех, а не только на венчурные фонды, и, кроме того, получатель процентов платит налоги с этих процентов, а доля заимствований в инвестированных средствах постоянно снижается. Например, в 1987–1990 гг. доля долга в сделках данного типа была 87,3%, в течение 1992–2000 гг. она снизилась до 71,2%, а в течение 2001–2007 гг. упала до 63,8% и после незначительного роста в 2006–2007 гг., вызванного резким падением стоимости заемных средств, продолжает снижаться в связи с трудностями заимствования в условиях кризиса.
5. «В результате работы фондов венчурных инвестиций сокращается число рабочих мест». – Наоборот, многочисленные исследования показывают, что деятельность фондов венчурных инвестиций ведет к росту числа рабочих мест и превращению людей из наемных работников в предпринимателей. Изучение 5000 сделок венчурных фондов на протяжении 25 лет, проведенное в

2008 г. по поручению Давосского Всемирного экономического форума Гарвардской бизнес-школой, показало, что, напротив, до получения инвестиций компании сокращали рабочие места с темпом на 1–3% более высоким, чем их конкуренты. В первые 1–2 года после инвестиций, действительно, сокращение числа рабочих мест ускорялось, но уже с четвертого года число рабочих мест начинало расти, обгоняя среднеотраслевые показатели. При этом рост числа рабочих мест на новых, построенных за счет привлечения венчурных инвестиций, мощностях за первые два года был на 6% выше, чем в сопоставимых компаниях. Приобретение долей в больших компаниях венчурными фондами США имело прямое и положительное влияние на уровень занятости. Например, исследования показывают, что в 42 проинвестированных компаниях было создано более 26 тыс. рабочих мест – рост на 8,8% по отношению к числу занятых до получения инвестиций. Из совокупной выборки проинвестированных компаний 67% продемонстрировали рост числа рабочих мест и только 33% – снижение.

6. «Фонды венчурных инвестиций разоряют свои портфельные компании». – Исследования «Ernst & Young», выполненные в 2007 г., показали, что две трети роста показателя EBITDA (также используется аббревиатура IBITDA, где вместо «earnings» используется синоним «income») портфельных компаний фондов венчурных инвестиций были связаны с ростом доходов вследствие получения инвестиций, в то время как снижению затрат соответствовали 23% в США и 31% в Европе. Кроме того, венчурные инвестиции делают компании более сильными перед первоначальным предложением акций (IPO), и в период 1981–2003 гг. акции компаний, кото-

рые получили венчурные инвестиции и провели IPO, имели показатели, более высокие, чем среднерыночные на протяжении 3–5 лет после IPO. Компании, получившие венчурные инвестиции, в сравнении с публично торгуемыми компаниями имели более высокие показатели продаж (на 14%), EBITDA – на 5%, рентабельности – на 5%.

7. «Фонды прямых и венчурных инвестиций занимаются рейдерством и выводят активы из проинвестированных предприятий». – К ноябрю 2007 г. из числа компаний, проинвестированных фондами в 1980–2007 гг., 69% по-прежнему сохранили доли, находящиеся в собственности фондов. В период с 1970 по 2007 г. почти 60% из 21 400 портфельных компаний находились в собственности фондов прямых инвестиций в течение 5 лет и более. Период до выхода из инвестиций постоянно удлинялся, и доля быстрых выходов к 2007 г. упала почти до 12% от числа всех исследованных сделок. Согласно данным другого исследования, средний период пребывания доли компании в портфеле фонда составлял в 1980–2007 гг. 5,3 лет, и выход в срок до 24 месяцев после инвестиции удалось осуществить только 16% портфельных компаний. Фонды продолжали быть акционерами 45% компаний и после 5 лет.
8. «Фонды не дают ощутимой отдачи никому, кроме управляющих компаний». – Это обвинение несправедливо. Прямые инвестиции приносят прибыль пенсионным фондам, которые в свою очередь обеспечивают пенсиями миллионы людей. Только в 2007 г. 20 крупнейших пенсионных фондов США, работающих на 10 миллионов пенсионеров, сделали вложения в фонды прямых инвестиций в размере 140 млрд долл. Между 1980 и 2005 гг. фонды прямых инвестиций из первой

квартили списка продемонстрировали среднюю доходность в 39,1%, существенно превысив показатели доходности от вложений в акции компаний из списка S&P 500. Эта доходность позволила существенно укрепить позиции государственных, профсоюзных и частных пенсионных фондов, благотворительных фондов и целевых фондов («эндаументов», endowment) университетов. К 2008 г. в мире чистая прибыль, распределенная фондами прямых инвестиций инвесторам, достигла 1,12 трлн долл.

Среди безусловно положительных черт работы прямых и венчурных фондов, с которыми не спорят даже их оппоненты, можно выделить содействие инновациям. Компании, получившие поддержку венчурных фондов, внедряют экономически более важные инновации по сравнению с другими компаниями и благодаря этому получают более значительное развитие.

В современных условиях банковского кризиса нападки на индустрию прямого и венчурного инвестирования усилились. Заинтересованная в высокой доходности и готовая к риску, индустрия рассматривается в качестве угрозы устойчивости банковской системы. Об этом, например, говорилось в статье Президента SEIU. Американская комиссия по прямым и венчурным инвестициям выпустила в ответ на эту статью пресс-релиз, в котором показала не только несостоятельность обвинений, но и обосновала важную роль индустрии прямых и венчурных инвестиций в стабилизации банковской системы. Согласно этой статье, стратегия прямых и венчурных инвестиций ориентируется не на сиюминутные выгоды, как бы высоки ни были эффекты от краткосрочных высокорисковых операций, а на рост капитализации в среднесрочной перспективе. Для этого управляющие фондами готовы всемерно способствовать улучшению работы банков и финансового управления, повыше-

нию эффективности их работы, вкладывая не только деньги, но и время, а также свой талант и энергию.

Цели прямых и венчурных инвесторов не отличаются от целей других акционеров банков и состоят в создании стоимости. Они делят с ними все риски и могут выиграть только вместе с другими акционерами. В настоящий период нестабильности на финансовых рынках прямые и венчурные инвесторы, по сути, являются единственным источником дополнительного капитала для банков, и их не пугает ухудшение ситуации. В качестве примера можно привести инвестицию фонда TPG в банк Washington Mutual. Акции этого банка потеряли более 50% стоимости, упав с 21,82 долл. по состоянию на 1 февраля до 9,24 долл. 17 марта 2008 г., однако в апреле TPG выполнила свои инвестиционные обязательства на условиях, согласованных еще в январе 2008 г.

17 июля 2008 г. по всему миру прокатилась глобальная акция против фондов прямых и венчурных инвестиций, и даже в Москве состоялась демонстрация из пяти человек, представлявших интересы одного из предприятий пищевой промышленности. Профсоюзы попытались привлечь внимание к проблеме покупок предприятий фондами, в результате которых сокращаются рабочие места и останавливается производство, а владельцы резко обогащаются. В Москве пикет против непрозрачной деятельности фондов частных прямых инвестиций прошел у памятника Грибоедову на Чистых прудах. Немногочисленный пикет на Чистопрудном бульваре особого интереса у утомленных солнцем гуляющих не вызывал. Однако тем, кто все-таки любопытствовал, участники пикета объясняли, что фонды сделали рабочим много плохого.

Представитель профсоюза работников АПК Галина Юрова так обрисовала схему деятельности хозяев таких финансовых

организаций. На покупку предприятия фонд берет кредиты в банках. Став владельцем завода или фабрики, он, по словам Юровой, перекладывает выплату кредита на плечи этого предприятия. В итоге руководство завода или фабрики не может вкладывать деньги в развитие, в оборудование, не повышает зарплаты и сокращает рабочие места. При этом из предприятия высасывается по 40% прибыли в год, что для нормального бизнеса – заоблачный показатель. Юрова не стала называть фонды, которые в России продемонстрировали примеры таких разоряющих поглощений. Но, по ее словам, в нашей пищевой и перерабатывающей промышленности такое уже было.

Представитель Международного союза работников пищевой и табачной промышленности, сельского хозяйства, гостиничного и ресторанного обслуживания, общественного питания и смежных отраслей (IUF) Андрей Ляпин отметил и другой аспект. Фонд, становясь владельцем предприятия, не берет на себя обязанности работодателя. В таком случае профсоюз ведет переговоры с руководством-работодателем, но оно фактически не может принимать собственные решения, так как находится в полной зависимости от хозяев – фондов прямых частных инвестиций. Андрей Ляпин также указал на то, что частные инвестиционные компании находят лазейки в налоговых законодательствах стран и пускают на дивиденды те средства, которые должны идти в бюджеты государств и на зарплаты рабочим. Возмутился он и слишком большими окладами топ-менеджеров фондов, которые в десятки раз превышают зарплаты трудящихся. Пикет проходил недалеко от офиса Chemetall GmbH – одной из компаний, принадлежащей американскому фонду KKR (Kohlberg, Kravits, Roberts & Company). Отметим, что его деятельность вызывает протесты профсоюзов и в США.

В США в 2008 г. по итогам акции «17 июля» участники подписали петицию и отправили ее в Конгресс. Петиция требует, чтобы фонды применяли на практике два основных принципа: играли по тем же правилам, что и все остальные, и чтобы работники и общественные группы – владельцы акций – получали право голоса при заключении сделок и имели от них свою выгоду.

3.4. Мобилизация капитала и отношения с инвесторами фонда

Попытки применения американской модели венчурного капитала «напрямую» не «сработали» ни в Европе, ни в Азии. Это связано с тем, что вне США не существует нужной для этого инфраструктуры, особенно необходимой для инвестиций на начальных стадиях развития компаний и в высокие технологии. По той же причине эта модель длительное время не сможет работать в России, странах СНГ и других развивающихся экономиках (emerging economies).

Существует, однако, отработанный и общепризнанный «международный» жизненный цикл развития венчурной индустрии. Этот цикл определяется повышением уровня проникновения венчурного капитала в экономику отдельных стран до некоего критического уровня, после достижения которого венчурная индустрия переходит в стадию саморазвития. При этом за пороговый уровень (критическую массу) условно принят уровень проникновения венчурного капитала в экономику, достигнутый в США в 1980 г., и страны пытаются прежде всего выйти на этот уровень, в том числе и при активном участии государства, с тем чтобы в дальнейшем национальная венчурная индустрия получила возможность

саморазвития за счет частного капитала (см. параграф 2.14.6, Рис. 10).

Дополнительные трудности в России и СНГ, а также на других развивающихся рынках связаны с более острым состоянием проблем экологии в этих странах, что затрудняет возможность успешного инвестирования во многие отрасли без угрозы потенциального конфликта с интересами общественности этих стран. Проблемами являются и неразрешенность вопросов прав собственности, и исключительных прав, в первую очередь интеллектуальной собственности, избыточная занятость в традиционных отраслях промышленности, утрата традиционных рынков сбыта продукции, отсутствие в течение продолжительного времени государственных и частных инвестиций в новые технологии.

Все это требует творческого и очень осторожного подхода к осуществлению процедуры тщательного изучения компании, к предоставлению необходимых постинвестиционных услуг и к способам достижения нужного выхода в приемлемых временных рамках. Учитывая сложившуюся недостаточную ликвидность местных рынков и более жесткие условия продаж своего участия тем, кто действует в этом же бизнесе – стратегическим инвесторам, для стран, в которых венчурная индустрия еще только зарождается, чрезвычайно важна тщательная проработка вопросов по будущему выходу из инвестиций еще на этапе подготовки сделки. Поскольку инвесторы фондов определяют эффективность инвестиций, используя показатель внутренней нормы доходности (IRR), а не показатель того, во сколько раз доходы превысили затраты (ROI – return on investment, доход на инвестицию), надолго откладываемые выходы могут затруднить подписку среди инвесторов локального и глобального рынков на участие в новых фондах.

Венчурный бизнес становится с каждым днем все более интернациональным, и появляется необходимость разобраться, как использовать его формальные и неформальные сети. К концу 1990-х годов, когда конкуренция на рынках венчурных капиталов возросла, управляющим венчурным капиталом приходится быть все более изобретательными и профессиональными в том, как мобилизовать капитал и наладить отношения с инвесторами. Эффективный маркетинг и продуктивное общение стали сегодня для управляющих венчурным капиталом важными факторами, позволяющими привлечь, удержать и расширить ряды инвесторов. Для успеха менеджменту нужно хорошо преподнести себя, основываясь на тщательном анализе и убедительной аргументации, на всех стадиях цикла мобилизации капитала: от первого решения сформировать фонд до подготовки проекта следующего фонда.

Процесс мобилизации капитала можно рассматривать по следующим аспектам:

- Выбор инвестора.
- Определение требований инвестора.
- Создание фонда.
- Запуск фонда.
- Отношения с инвесторами.

3.4.1. Выбор инвестора

Природа венчурного капитала такова, что он может быть привлекателен лишь для инвесторов определенного типа. Его неликвидность и высокий уровень рисков означают, что инвесторы должны располагать большими средствами и быть

готовы к долгосрочным инвестициям. С другой стороны, конкуренция за инвестиции растет, по мере того как глобализация открывает все новые возможности для инвестирования.

Поэтому задолго до начала формирования фонда необходимо провести тщательное исследование инвестиционных рынков, чтобы определить и понять, чего хотят потенциальные инвесторы на данном этапе развития экономики.

3.4.1.1. Позитивные факторы

Инвесторы выбирают тот или иной фонд по ряду причин, среди которых наиболее важными являются:

- Высокая доходность.
- Возможность диверсификации инвестиций активов под управлением.
- Долгосрочная перспектива.
- Финансирование научных исследований и разработок.
- Увеличение числа рабочих мест.

Высокая доходность. Является наиболее распространенной причиной инвестирования в венчурный капитал. Ожидания уменьшились с тех времен, когда нередко указывалась годовая доходность на уровне 30–35%. Хотя некоторые инвесторы все еще ищут доходность в 20–25%, большинство вполне удовлетворено, если она равна устойчивым 15–20% в год. При этом инвесторы нередко сравнивают доходы от инвестирования в фонды венчурного капитала с доходами от портфельных инвестиций, прибавляя к ним премию за дополнительные риски.

Возможность диверсификации инвестиций активов под управлением. Чрезмерная зависимость инвесторов, особенно в Великобритании и США, от фондового рынка привела к тому, что их внимание все больше начали привлекать альтернативные инвестиции, мало зависящие от биржевого рынка. Такого рода потребность удовлетворяют прямые инвестиции в акционерный капитал компаний.

Долгосрочная перспектива. По своей природе прямые инвестиции неликвидны, поэтому они требуют премии к своей доходности. По этой причине прямые инвестиции привлекательны для инвесторов, у которых, как и у пенсионных фондов, есть долгосрочные обязательства.

Финансирование научных исследований и разработок. В своей первоначальной форме венчурные инвестиции в ранние стадии развития компаний и в технологические компании могли дать крупным корпорациям сравнительно дешевый доступ к новым идеям на рынке. Сейчас такое происходит все реже, поскольку фонды предпочитают размещать венчурный капитал в более поздние стадии развития компаний и сделки по выкупу.

Увеличение числа рабочих мест. Во многих развитых экономиках малые предприятия в последнее время успешно создавали новые рабочие места, и это может стать побудительным мотивом для инвестиций, в особенности для структур, связанных с исполнительной властью. Хотя социальные цели, казалось бы, не лежат в русле традиционных обязательств по получению максимальной доходности для таких институциональных инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании, многие инвесторы рассматривают венчурные фонды, нацеленные на местные компании на новых, в основном развивающихся, рынках как инструмент достижения не только текущих финансовых, но и долговременных социальных и

экономических целей, как своего рода инструмент для развития рынков для таких инвесторов на перспективу.

3.4.1.2. Негативные факторы

В противовес перечисленным позитивным причинам инвестирования в венчурный капитал, инвесторы сталкиваются с рядом потенциальных проблем:

- Недостаток профессиональных менеджеров по управлению инвестициями в венчурные фонды.
- Неадекватные ориентиры.
- Неликвидность.

Недостаток профессиональных менеджеров по управлению инвестициями в венчурные фонды. Отбор фондов для инвестирования и проведение по ним процедуры тщательного изучения, как и постинвестиционный мониторинг работы фондов, требует больших затрат времени и высококвалифицированного труда. Для инвесторов, которые по правилам работы с портфелем активов используют в качестве венчурного капитала лишь небольшую часть своих портфелей, бывает трудно обосновать потребность в дополнительных сотрудниках, несмотря на будущую более высокую доходность.

Неадекватные ориентиры. Всегда было сложно оценить как эффективность работы фондов на определенном временном интервале, так и эффективность их вложений в фонды прямых и венчурных инвестиций относительно вложений в другие виды активов. Это было серьезной проблемой для управляющих портфелем активов – потенциальных инвесторов венчурных фондов, главным образом имеющих дело с портфельными инвестициями. Однако усилия Национальной Ассоциации

венчурного инвестирования в США (National Venture Capital Association, NVCA) и EVCA в Европе по обеспечению инвестиционного сообщества необходимыми статистическими данными по венчурной индустрии и соответствующими руководствами по инвестированию в венчурные фонды помогают сделать эту проблему менее острой.

Неликвидность. Это серьезное препятствие, особенно для мелких инвесторов. Однако рост среди управляющих активами числа инвесторов, желающих иметь незначительное участие в венчурных фондах с дисконтом относительно стоимости активов, уменьшает остроту этой проблемы. Разные типы инвесторов – институциональные, корпорации и частные лица – могут иметь совершенно разные запросы, которые необходимо принимать во внимание при мобилизации капитала.

3.4.1.3. Лидирующие категории инвесторов

Без учета реинвестированного капитала, крупнейшими в Европе инвесторами в венчурный капитал являются банки, за которыми идут пенсионные фонды и страховые компании. Однако такая градация может привести к ложным выводам, ибо большая часть банков предпочитает инвестировать не в независимые фонды, а только через свои дочерние структуры (captive funds). Если учитывать только независимые фонды, статистика по Великобритании указывает на доминирование пенсионных фондов, что характерно и для США.

В целом, лидирующими категориями инвесторов являются:

- Пенсионные фонды.
- Банки.
- Страховые компании.

- Корпоративные инвесторы.
- Госструктуры.
- Частные лица.

Пенсионные фонды. Эти инвесторы давно являются крупнейшими для независимых венчурных фондов в Великобритании и США. И хотя в других странах Европы они все еще не занимают доминирующего положения (17,5% совокупных инвестиций в 2007 г. и 25,2% – в 2008 г., по данным EVCA), в ближайшее десятилетие их значение, по-видимому, будет возрастать. Обычно пенсионные фонды имеют долгосрочные обязательства по внесению капитала в венчурный фонд (commitments) и ограниченную потребность в ликвидности, поэтому венчурный капитал для них представляет интерес.

Рост активов пенсионных фондов после 1970 г. (только по США – с 250 миллиардов до 3,5 триллионов долларов к началу нового века) привел к тому, что они стали основой венчурной индустрии. На конец 1990-х годов пенсионные фонды США инвестировали в венчурные фонды более 20 млрд долл. Прямые акционерные инвестиции стали для пенсионных фондов одной из стандартных категорий их активов, и пенсионные фонды (в особенности в США) стараются диверсифицировать свои венчурные инвестиции в глобальном масштабе.

Банки. Как уже говорилось, большая часть банков предпочитает инвестировать не в независимые фонды, а через дочерние структуры. Тем не менее банки инвестируют и в независимые фонды венчурных инвестиций, и прежде всего спонсорские, созданные страховыми компаниями и пенсионными фондами. В Европе, по данным EVCA, доля банков в 2008 г. составила 6,3% по сравнению с 11,5% в 2007 г.

Страховые компании. Являются в большинстве стран одними из крупнейших доверительных управляющих и стремятся инвестировать в венчурный капитал в рамках расширения диверсификации инвестиций и развития подразделений по портфельным инвестициям. Менее определенная природа их обязательств приводит к тому, что они составляют менее стабильную группу инвесторов фондов прямых и венчурных инвестиций, чем пенсионные фонды. В Европе, по данным EVCA, доля страховых компаний, снизившись в условиях кризиса в 2008 г., составила 6,6% по сравнению с 8,1% в 2007 г. Многие венчурные компании были очень близки к тому, чтобы получить большие деньги от страховых компаний, но в последний момент им говорили, что «недавний ураган (или наводнение) исключает любые новые инвестиции». К тому же во многих странах, включая Великобританию и США, установлены определенные ограничения на то, как страховые компании могут оценивать свое участие в венчурных фондах в рамках портфеля активов, а это снижает их заинтересованность в инвестициях в такие фонды.

Корпоративные инвесторы. Венчурный капитал использовался большими корпорациями как способ поиска новых технологий путем получения через венчурные фонды доступа к техническим инновациям с возможностью их последующего приобретения. Некоторые корпорации, такие как Shell и General Electric или Microsoft и Intel создавали с этой целью собственные венчурные структуры, тогда как другие, с более широким диапазоном интересов – например Monsanto, Boeing – предпочитали инвестировать через независимые от них фонды. Вторая стратегия более характерна для США и менее – для Великобритании и других европейских стран. В Европе, по данным EVCA, доля корпоративных инвесторов в 2008 г. составила лишь 2,9% – незначительный рост по сравнению с 2,4% в 2007 г. Корпоративные инвесторы фондов венчурного капитала обычно имеют

более жесткие критерии для принятия решений об инвестировании и требуют более подробной информации о потенциальных компаниях инвестиционного портфеля фонда, чем другие институциональные инвесторы.

Государственный сектор. Традиционно очень важный, особенно на этапах формирования венчурной индустрии, сектор по-прежнему отвечает в США и Европе за определенную, но снижающуюся долю инвестиций в венчурный капитал. Государство, содействуя укреплению венчурной индустрии, может участвовать в венчурном бизнесе по нескольким направлениям, например, соинвестировать в фонды через фонд фондов (опыт Европы, Израиля или России, где создана Российская венчурная компания), инвестировать через государственные венчурные фонды, страховать инвесторов венчурных фондов и т.п., беря на себя существенную часть рисков и тем самым снижая до приемлемого уровень рисков частных инвесторов фондов. В Великобритании и скандинавских странах интерес к венчурным инвестициям проявляют местные государственные структуры, которые направляют финансовые средства в определенные региональные проекты. В России также существует большая программа Министерства экономического развития, в рамках которой создано около 30 региональных венчурных фондов. В странах Европы доля инвестиций в венчурные фонды из государственных структур больше, чем в США: один только Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР) за последние несколько лет осуществил значительные инвестиции в венчурный капитал в Центральной и Восточной Европе. Подход государственного сектора к инвестициям в венчурные фонды базируется не на попытках решения задач обеспечения высокой доходности сделанных инвестиций, а ориентируется, как правило, на содействие формированию самоподдерживающейся и саморазвивающейся венчурной индустрии. В Европе, по данным EVCA,

доля правительственных агентств в 2008 г. составила 4,9% и в 2007 г. – 5,3%.

Частные инвесторы. Все еще немногочисленная, но потенциально важная категория инвесторов. Большая часть фондов прямых и венчурных инвестиций имеет структуру, удобную для институциональных инвесторов, с минимальной долей участия, как правило, не менее 1,5–3,0 млн долл. Такая высокая стоимость «входного билета» объясняется тем, что управляющие компании не заинтересованы в привлечении в фонд излишне большого числа инвесторов (обычно не более 30–70), так как в противном случае слишком большая часть времени и усилий управляющей компании уйдет на выстраивание и поддержание отношений с инвесторами (*investor relations*), тогда как на основную работу ресурсов будет не хватать. Так что все, кроме самых богатых, остаются за пределами венчурного бизнеса. В Европе, по данным EVCA, доля частных лиц в 2008 г. составила 4,9%, что лишь немногим более 4,3% в 2007 г. Тем не менее в США и Европе стали появляться фонды, которые нацелены именно на инвестиции частных лиц, поскольку преимущества быстрого принятия решений и более устойчивой инвестиционной политики подчас весомее издержек, связанных с большим количеством мелких инвесторов.

В США, в дополнение к перечисленным, существуют следующие источники венчурного капитала:

- Дарственные фонды (*endowments*), которые в России получили название «целевых».
- Некоммерческие фонды (*foundations*).

А также должны быть названы консультанты («привратники» – *gatekeepers*), которые играют важную роль в венчурном финансировании.

Дарственные фонды. Все крупнейшие университеты США располагают дарственными фондами (также их называют «фондами пожертвований»): еще в начале века 15 университетов имели дарственные фонды размерами больше чем по 1 млрд долл., а в Гарварде объем такого фонда достигал 5 млрд долл. Эти дарственные фонды имеют даже более длительные по срокам и более определенные обязательства, чем пенсионные фонды, причем сегодня они стремятся инвестировать в глобальном масштабе. Тем самым они становятся одним из самых привлекательных источников капитала для фондов прямых и венчурных инвестиций.

Некоммерческие фонды. Они меньше по размерам, но некоторые из них стали важными инвесторами в венчурный капитал и в США вместе с дарственными фондами уже в середине 1990-х годов оказались источником 12% совокупных средств фондов прямого инвестирования в акционерный капитал.

Консультанты или «привратники». Финансовые посредники часто являются структурами, обладающими инвестиционным капиталом. Крупные консалтинговые фирмы и компании по управлению активами в США часто имеют подразделения, занимающиеся прямыми инвестициями в акционерный капитал. За последнее десятилетие существенно увеличилось и количество независимых венчурных специалистов. Все они участвуют в подготовке и обосновании решений об инвестировании, начиная от консультирования и кончая управлением фондами фондов.

В последнее время эти источники стали популярными и в Европе. По данным EVCA, доля инвестиций из дарственных и некоммерческих фондов в 2008 г. составила 4,5% – существенный рост по сравнению с 1,6% в 2007 г. Эта цифра почти вдвое

выше, чем инвестиции корпоративного сектора и сопоставимы с инвестициями из государственных агентств и от частных лиц.

Иногда в качестве источников капитала отдельно выделяются фонды фондов. Их доля в совокупном объеме инвестиций в фонды прямых и венчурных инвестиций в Европе была второй по значимости в 2008 г. после пенсионных фондов – 14,5% (в сравнении с 11,1% в 2007 г.). Однако представляется, что такое выделение фондов фондов в отдельный класс источников не вполне правомерно, так как сами они пополняются из тех же источников, что и венчурные фонды.

3.4.2. Определение требований инвестора

Инвесторы, заинтересованные в инвестировании в венчурные фонды, сталкиваются с большим их выбором. Чтобы у инвесторов не осталось сомнений в относительных достоинствах того или иного фонда, необходимо убедительно представить все аргументы в его пользу, изложив их в специально изданной в целях мобилизации капитала брошюре – меморандуме (memo-randum) с основной информацией о фонде.

Необходимо иметь в виду, что, выпуская упомянутый информационный меморандум, управляющая команда фонда вступает в отношения доверительного управления и на нее распространяется фидуциарная ответственность, которая исходит из того, что меморандум является исчерпывающе полным предложением (complete proposal) и команда подготовила его в интересах инвесторов. Это значит, что меморандум не может быть только рекламно-маркетинговым материалом и должен содержать исчерпывающее описание всех рисков, с которыми может столкнуться инвестор, инвестируя в фонд. В случае проблем, возникших у фонда в связи с риском, не указанным в меморан-

думе, инвестор имеет хорошие перспективы по взысканию в судебном порядке с генерального партнера (GP) всех последовавших убытков в полном объеме.

Инвесторы, как правило, принимают свое решение, оценив представленные аргументы по шести параметрам:

- Качество анализа рынка.
- Продуманность инвестиционной стратегии.
- Состав управляющей команды.
- Послужной список.
- Структура фонда.
- Детальные условия и сроки участия в фонде.

3.4.2.1. Анализ рынка

Хотя внутренний рынок капиталов обычно остается главным источником финансирования для венчурных фондов, эффект глобальной финансовой либерализации и растущая осведомленность инвесторов расширяют число рынков для инвестирования, на которых управляющие венчурным капиталом могут мобилизовать капитал для своих фондов. В Великобритании, например, в середине 1990-х годов 44% инвестиций в независимые венчурные фонды приходили из-за рубежа, большей частью – из Северной Америки. В 2007 г., по данным EVCA, для Европы в целом доля инвестиций из США снизилась до 20% (15,4 млрд долл., но без учета притока капитала из США через фонды Великобритании, совокупная доля которых на европейском рынке достигала 17%), а в 2008 г. – еще на 43%.

Решение привлечь в фонд международный капитал приведет к значительным последствиям при его мобилизации. Вырастут расходы на маркетинг, в том числе в связи с увеличением масштаба маркетинговых мероприятий, при этом потребуются специальные усилия на то, чтобы разобраться в принципах функционирования и динамике различных финансовых рынков. С другой стороны, устойчивое положение на внутреннем рынке является главной предпосылкой для привлечения солидных международных инвесторов.

На макроэкономическом уровне инвестор должен быть в состоянии определить, что на рынках, на которых предполагает инвестировать венчурный фонд:

- в достаточном количестве существуют компании, подходящие для инвестирования;
- низок риск неблагоприятных политических изменений в странах, в которых зарегистрированы и работают эти компании;
- имеется по крайней мере несколько способов продажи инвестиций (путей для выхода) и возврата капитала инвесторам.

Все эти вопросы фонд сам непосредственно контролировать не сможет, но управляющий венчурным фондом должен уметь показать, что существует достаточно широкий диапазон инвестиционных возможностей, где внешнее финансирование будет не только приемлемым, но и желательным. Инвесторов фондов могут особенно привлекать новые рынки, на которых предполагают работать фонды, где видна перспектива быстрого экономического роста и где можно осуществлять стратегические исследования и разработки, а следовательно, создавать знания, подлежащие коммерциализации.

Фонды, работающие в Восточной Европе, России и странах СНГ, могут использовать привлекательность новых рынков для инвесторов, и если аргументы фондов окажутся достаточно убедительными, то не исключено, что инвесторы снизят свои требования в отношении перечня уже сделанных управляющими командами фондов инвестиций или механизмов выхода, уровень которых, конечно же, на развивающихся рынках ниже, чем на развитых. Требуется снизить обеспокоенность иностранных инвесторов относительно рисков смены правительства в течение срока существования фонда, а также по поводу стабильности цен, уровня инфляции и стабильности валюты, позволяющих по крайней мере поддерживать стоимость инвестиций.

Хорошо развитый рынок капитала в стране, в которой будет инвестировать венчурный фонд, важен тем, что позволяет осуществить выход из инвестиций при приемлемых уровнях стоимости продаваемых долей в проинвестированном бизнесе. Хотя преуспевающие глобальные фондовые рынки для молодых растущих компаний (например, NASDAQ в США, AIM в Великобритании или соответствующая площадка на DAX во Франкфурте) могут оказаться полезными для выходов из инвестиций, их все же лучше оставить в резерве и ориентироваться на местные площадки. Во многих странах, включая Великобританию и Германию, прямая продажа бизнеса является главным способом реализации венчурных инвестиций. Принципиальное значение в этом случае имеет среда, благоприятная для слияний и приобретений предприятий, и отношение правительства к такого рода сделкам, которые всегда находятся под риском обвинения в рейдерстве, с которым борются правительства большинства стран.

Инвесторы также ищут подтверждения тому, что экономика в конкретной стране благоприятствует предпринимательству.

Сюда входят и формальные институты, и традиции ведения бизнеса, и наличие предпринимательского духа, а также благоприятное правовое регулирование и правоприменение, не говоря уже о системе налогов и налогообложения. Все это позитивно либо негативно влияет на решимость потенциальных предпринимателей начать свое дело, а следовательно – на перспективы компаний на рынке.

Часто можно услышать, что в Германии рынок венчурного капитала не развивался так быстро, как рынки в других странах, из-за существующего в германской культуре неприятия предпринимателями сторонних акционеров. В других странах высокие налоги на прирост капитала также могут привести к тому, что менеджеры будут предпочитать работать за зарплату, а не рисковать безопасностью ради роста стоимости управляемых ими компаний.

Следует иметь в виду, что при принятии решения об инвестировании большое значение имеет учет психологических факторов, всего того, что принято называть «поведенческими финансами». На рынке иногда появляются условные группировки стран, попадание в состав которых делает страну более или менее привлекательной для инвесторов. Примерами таких условных группировок, за которыми не стоят никакие политические или экономические союзы, выступают: BRIC – аббревиатура, которая расшифровывается как Brasil–Russia–India–China и была предложена в маркетинговых целях инвестбанком Merrill Lynch в 2006–2007 г., или PIGS (PIIGS), которая расшифровывается как Portugal–Italy–or/and Ireland–Greece–Spain и была придумана аналитиками журналистами в 2008 г. в разгар финансового кризиса. Понятно, что в первом случае речь идет о положительном чувстве, возникающим в отношении всех участников, несмотря на то, что на самом деле они никак между собой не связаны (ни политическими, ни экономическими

отношениями), а во втором – об отрицательных эмоциях, которые также ни на чем не основываются, кроме значения слова, созвучного аббревиатуре названий стран (brick – славный парень; pigs – свиньи (англ.)).

3.4.2.2. Инвестиционная стратегия

Если инвестор решился на участие в венчурном инвестировании в определенной стране или регионе, то дальше его выбор зависит от оценки предлагаемой различными фондами инвестиционной стратегии. Именно здесь управляющая компания может выложить все свои «козыри» в плане выбора стадий развития бизнеса и отраслей для инвестирования, создания мощного потока сделок (deal flow), принятия решений по сделкам, методов управления сделанными инвестициями и выходами.

Критической проблемой для многих инвесторов остается выбор стадии развития бизнеса и отраслей для венчурного инвестирования. Здесь фонду необходимо тщательно и убедительно обосновать свой подход к этим вопросам.

Фонды могут специализироваться:

- на компаниях, находящихся на ранних стадиях своего развития, либо на крупных выкупах (buyouts);
- на инвестициях в конкретную отрасль (например, биотехнологии или средства массовой информации), или в группы взаимосвязанных или обладающих похожими характеристиками отраслей (например, «fast moving consumer goods» – FMCG или «telecommunications, media, and technology» – ТМТ), или же действовать на рынке как универсальный фонд (generalist fund), инвестируя во все секторы и на любой стадии развития компании.

Ответить на вопрос, почему фондом избрана именно такая стратегия, не всегда просто, но инвестор вправе ожидать логичных объяснений, почему был выбран тот или иной тип инвестиций.

Инвесторов также привлекает активная рыночная стратегия в плане поиска новых инвестиционных сделок (потока сделок). Хотя многие рынки уже пережили период, когда спрос на венчурный капитал намного превышал его предложение – как это было, например, в Великобритании в середине 80-х годов – инвесторы все еще ищут свидетельств тому, что фонды «охотятся» за самыми выгодными сделками.

Организация такой «охоты» может заключаться как в прямом поиске компаний для инвестирования, так и в использовании для этого посредников, или же в инициировании новых раундов инвестирования для ранее проинвестированных успешных компаний. При этом инвесторам очень важно увидеть, что фонд не попал в слишком большую зависимость ни от единственного источника сделок, ни от большого числа сделок, доставшихся от других венчурных фондов.

То, как фонд собирается осуществлять процедуру тщательного изучения возможных инвестиций, тоже находится в сфере внимания инвесторов, особенно тех, кто инвестирует в разных странах. Инвесторы хотят быть уверены, что они всегда могут навести нужные справки о лицах, стоящих за компаниями, и получить точную финансовую информацию по потенциальной инвестиции.

Для инвесторов также может быть важно, какой подход к управлению инвестициями – активный, именуемый «hands-on», или пассивный, именуемый «hands-off», – фонд предполагает использовать. Активный подход подразумевает, что представи-

тель управляющей компании войдет в совет директоров инвестируемой компании и будет вести с ней постоянный диалог по всем основным текущим и стратегическим вопросам. Пассивный подход заключается в том, что инвесторы будут играть роль своеобразного финансового «надзирателя», который следит за тем, чтобы доходность соответствовала ожиданиям и планам.

Стадия развития компании и отрасли, выбранные для инвестирования, серьезно влияют на стиль управления. Инвесторов могут беспокоить финансовые последствия ведения активной политики: время, проведенное на заседаниях советов директоров портфельных предприятий, уменьшит возможности управляющей команды фонда осуществлять новые инвестиции.

Структура инвестиций – другой ключевой показатель. Некоторые фонды инвестируют лишь туда, где они имеют возможность получить контрольный пакет акций в 51% или более; другие предпочитают только неконтрольный пакет акций (менее 50%). В случаях, когда речь идет о неконтрольных пакетах акций, инвесторы захотят знать, как защищены их интересы, включая права:

- на требование назначать своего директора в совет;
- на согласование смены топ-менеджеров;
- на получение полной информации по управлению, а также относительно ограничений, налагаемых на руководство компании при продаже ее активов или при новой эмиссии акций и конвертируемых в акции инструментов, которая может размыть долю фонда в компании.

В центре этих забот обычно оказывается такой важный для инвесторов фактор, как фиксация возможности выхода из инвестиции с определенной доходностью и в желаемые сроки.

Внутренний процесс принятия решений управляющими фонда также часто интересует инвесторов. Им нравится иметь возможность оценить относительный вклад каждого из членов управляющей команды, а для этого им важно понимать и сам процесс оценки стоимости потенциальных инвестиций и принятия инвестиционных решений. В целом, инвесторы предпочитают иметь дело с такими структурами, в которых культивируется совместная деятельность с единой целью (командный дух – team spirit), чем с такими, которые провоцируют конфликты интересов между членами команды.

Вес, который инвесторы придают каждому из приведенных выше моментов, может быть различным, поэтому важно иметь представление о предпочтениях каждой из ключевых групп инвесторов, на которые ориентируется фонд. В конце концов, именно менеджеру фонда следует наглядно показать, что стратегия фонда разумна и поэтому имеет больше шансов на успех, чем стратегия конкурентов.

3.4.2.3. Команда менеджеров фонда (управляющая команда)

Многие инвесторы считают качество управляющей команды самым главным критерием, который позволяет определить, поддерживать тот или иной фонд своим участием в нем или нет. Тогда как послужной список – несомненно, лучшая мерка для команды, существует ряд и других аспектов, относящихся к составу управляющей команды, которые также нужно сообщить инвестору.

Число членов команды должно соответствовать объему фонда: инвесторам будет не по себе, если команда из двух менеджеров собирает фонд в 500 млн долл. Даже если фонд собирается сделать только пять инвестиций по 100 млн долл. каждая, не следует забывать, что с одним из этих менеджеров может что-то случиться. Еще большую озабоченность инвесторов вызовет намерение такого фонда инвестировать в 50 предприятий по 10 млн долл. в каждое и получить место в советах директоров всех этих предприятий. В этом случае можно серьезно сомневаться в том, что инвестиции можно будет осуществить в течение предусмотренного для этого срока.

Предшествующий опыт (и особенно успехи в венчурном бизнесе), вероятно, является одной из самых важных характеристик команды, особенно если это опыт в той же самой области, в которой новый фонд собирается действовать. Однако это не значит, что нельзя мобилизовать фонд в отсутствие прямого опыта подобного рода: фонд может исходить из того, что в выбранной им инвестиционной стратегии более важны другие навыки и умения, такие как опыт в управлении производством или богатый опыт в области организации или привлечения финансирования. Действительно, многие инвесторы предпочитают опираться на команды с разными междисциплинарными навыками, особенно если это универсальный фонд, члены команды которого скорее будут стремиться улавливать новые тенденции и возможности развития, чем бездумно следовать существующей стратегии.

Способность внести вклад в увеличение стоимости проинвестированного предприятия – качество, которое очень трудно определить. В сущности это значит, что инвесторы хотят, чтобы в составе команды были люди, имеющие опыт, который выходит за рамки простой реализации заключенных соглашений.

Главное отличие профессионалов по корпоративным финансам от специалистов в сфере венчурных и прямых инвестиций заключается в том, что последним приходится длительное время – часто пять или более лет – принимать активное участие в реализации проекта и повышении стоимости компании и лишь затем продавать свою долю в компании по высокой цене. Поэтому фонду приходится доказывать, что он может добавлять стоимость на каждом этапе: при заключении соглашения об инвестировании, в течение всего срока реализации проекта и при выходе из проекта. Кроме того, если инвесторы осуществляют долгосрочные инвестиции в фонд, они рассчитывают на аналогичные долгосрочные обязательства со стороны венчурных инвесторов – членов управляющей команды.

Для удерживания доверия инвесторов принципиальное значение имеет понятная схема смены штата старших менеджеров управляющей компании, растянутая во времени и позволяющая передать «секреты мастерства» от старых специалистов к молодым. Если управляющая команда небольшая, а старшие менеджеры в ней приближаются к пенсионному возрасту, инвесторы могут потребовать, чтобы им представили план постепенной замены уходящих на пенсию менеджеров.

Связанный с этим аспект – схема стимулирования управляющей команды. Инвесторы захотят убедиться, что финансовая мотивация членов команды совпадает по направлению с их собственными интересами, и, вероятно, они предпочтут, чтобы большая часть удерживаемого вознаграждения по специальной схеме поступала непосредственно членам команды менеджеров, а не спонсору, например.

3.4.2.4. Послужной список

Послужной список устанавливает ориентиры для предварительных суждений инвестора в отношении будущих доходов. Для впервые создающихся фондов отсутствие истории успеха – одно из сложнейших препятствий, ибо многие инвесторы предпочитают иметь дело с командами, члены которых имеют впечатляющие послужные списки, а лучше всего, основной состав которых уже давно работает вместе и ранее успешно собирал, инвестировал и распределял с высокой доходностью для инвесторов фонды с примерно такой же стратегией инвестирования.

В США наряду с тем, что инвесторы сталкиваются с проблемами у фондов – правопреемников известных управляющих компаний, отмечается появление большого количества вновь созданных фондов и управляющих компаний. Некоторые инвесторы готовы спонсировать такие новые команды венчурного капитала в расчете получить лучшие условия и сроки.

Для того чтобы привлечь инвесторов при отсутствии у управляющей компании должного послужного списка как в личном, так и в командном плане, безусловно, потребуется немалая изобретательность. Это может означать, что придется мобилизовать средства от сделки к сделке или через какой-нибудь клуб «сопутствующих инвесторов», что лишает управляющую компанию возможности поступать по собственному усмотрению в ходе подготовки и управления инвестициями и административно обременительно.

Некоторые фонды стартовали, мобилизовав небольшой капитал близких знакомых управляющих фондом, а затем выходили на рынок институциональных инвесторов только после удачного выхода из нескольких инвестиций, тем самым предлагая своим

потенциальным инвесторам хотя бы такую основу для суждения об их возможностях и потенциале.

К тем управляющим командам, которые могут представить свой послужной список, инвесторы применяют несколько критериев, включая:

- уровень доходности в прошлом;
- суммы, выплаченные инвесторам, и спрэд доходности (spread).

Инвесторы ищут стабильной доходности, а при наличии нескольких предложений они предпочитают фонды с эффективностью выше средней. Почти во всех случаях инвесторы будут судить об эффективности фонда по его чистой внутренней норме доходности (ВНД), которая определяется на основании соотношения величин текущего притока и текущего оттока средств от инвестиции. В США ВНД используется для этих целей уже много лет, а теперь стала стандартным показателем эффективности и для европейских фондов венчурного капитала.

Существует три общепризнанных способа измерения ВНД, изложенных в рекомендациях EVCA «Принципы измерения эффективности», причем каждый из этих способов имеет свое применение. В итоге один и тот же фонд одновременно может иметь как минимум три правильно определенные ВНД (например, 42%, 29% и 17%).

1. *Брутто ВНД по проданным инвестициям.* Измеряется доходность только по уже проданным инвестициям. Преимущество этого показателя в том, что он не зависит от субъективных оценок. Недостаток в том, что если его использовать на определенном отрезке срока существования фонда, то он не всегда надежно отразит эффектив-

ность фонда к концу его срока существования, поскольку удачные инвестиции обычно «созревают» очень быстро, тогда как неудачные инвестиции нередко списываются и могут вообще не упоминаться.

2. *Брутто ВНД по всем инвестициям.* Данный показатель формирует представление об эффективности фонда по всем проданным и непроданным инвестициям. После того как большинство европейских фондов прямых и венчурных инвестиций приняло рекомендованные EVCA правила оценки стоимости, данный показатель позволяет сравнивать работу разных фондов, а если оценки точны, то он может довольно точно отражать конечную эффективность фонда. Однако этот показатель не отражает доходности с точки зрения инвестора, поскольку в нем не учитываются расходы по управлению фондом.
3. *Чистая ВНД для инвестора.* В данном случае измеряется реальная доходность для инвесторов по всем инвестициям с учетом расходов по управлению фондом и удерживаемого вознаграждения, выплаченного управляющим венчурного фонда. В зависимости от структуры издержек фонда показатель чистой ВНД может оказаться существенно ниже, чем показатель брутто ВНД по реализованным либо по всем инвестициям.

Поскольку чистая ВНД является самым важным показателем эффективности, инвесторы часто дополнительно обращают внимание на процент расходов на управление фондом, которые фонд смог вернуть инвесторам. Этот процент может оказаться довольно значительным там, где хорошая ВНД была получена за счет продажи инвестиций на ранних стадиях существования фонда. В этом случае инвесторы могут предпочесть несколько

меньшую ВНД при более высоком проценте возврата расходов на управление фондом.

Инвесторы также предпочтут фонд, имевший несколько разных, но по большей части достаточно успешных инвестиций, фонду, который преуспел за счет выдающихся успехов одной-двух компаний. В основе такой эффективной работы может быть просто удача, которую невозможно воспроизвести в будущем.

3.4.3. Создание фонда

Изучение деталей налогообложения и структуры создаваемого фонда может оказаться полезным для того, чтобы помочь поверившим в стратегию и в саму команду менеджеров инвесторам сделать следующий шаг к принятию решения об инвестировании в фонд. Главная цель здесь – избежать дополнительных расходов в виде налоговых или административных платежей, возникающих вследствие неудачной структуры фонда. В худшем случае неудачный выбор структуры может привести к двойному налогообложению: первый раз – при продаже инвестиции, а второй – когда доход от прироста капитала перечисляется инвесторам (при этом данные выплаты рассматриваются не как прирост капитала, а как доход).

Почти всегда инвесторы хотят, чтобы структура фонда была прозрачна для налогообложения, не требовала больших расходов, и ею можно было легко управлять. Она также должна удовлетворять всем конкретным правовым ограничениям, которые закон налагает на инвесторов. Существуют две эффективные в налоговом отношении структуры, которые часто используют венчурные фирмы:

- Регистрация фонда в оффшоре.

- Партнерство с ограниченной ответственностью (в России ему соответствует простое товарищество).

Если венчурный фонд зарегистрирован в оффшоре (например, на Антильских островах), полученный фондом при продаже инвестиций прирост капитала налогом не облагается, а налоговые обязательства возникают лишь при выплате денег инвесторам.

Ограниченное партнерство действительно прозрачно, поскольку считается, что инвестор непосредственно инвестирует в портфельную компанию, а налоговые обязательства возникают лишь при продаже инвестиций, независимо от того, будет далее распределяться доход от прироста капитала или нет.

Поскольку налогообложение инвесторов находится в зависимости от эффективности управления фондом, необходимо учесть еще некоторые факторы. Например, создание отдельной управляющей компании фонда вместо прямого найма команды фондом может обеспечить оптимальный механизм оплаты расходов по управлению фондом и стимулированию команды менеджеров.

Если фонд рассчитывает привлечь зарубежных инвесторов, могут возникнуть специфические налоговые и другие правовые проблемы, связанные, например, с требованиями законодательства США о пенсионном обеспечении, которое регулирует деятельность пенсионных фондов.

3.4.4. Сроки и условия

Управляющие компании венчурных фондов обычно полагают, что инвесторы заинтересованы вложить свои деньги в их фонд благодаря их удачной стратегии и хорошей ожидаемой

доходности. Однако если сроки и условия инвестирования не соответствуют ожиданиям инвестора, он не станет вкладываться, даже если фонд ему нравится. Полный набор обстоятельств, связанных со сроками и условиями, потребует анализа многих аспектов работы фонда, которые существенно различаются у разных фондов, особенно если они нацелены на разные типы инвестиций.

Среди наиболее важных и содержательных аспектов можно назвать следующие:

- Размер фонда.
- Срок жизни фонда.
- Оплата расходов по управлению.
- Удерживаемое вознаграждение.
- Минимальная доходность.
- Срок для внесения своей доли.
- Распределение доходов.
- Реинвестиции капитала.

3.4.4.1. Размер фонда

Инвесторы обычно предпочитают то, что часто называют «закрытым фондом». Это значит, что как только подписка на участие в фонде закрыта, размер его увеличивать нельзя. Объем капитала, на мобилизацию которого нацеливается фонд, зависит от нескольких факторов, включая численность команды, число и объемы планируемых фондом инвестиций. При определении того, на мобилизацию какого капитала будет нацелен фонд,

необходимо принять во внимание несколько моментов, связанных с интересами и намерениями инвесторов.

Обычно инвесторы бывают только рады увеличению намечаемого размера фонда по сравнению с предшествующими фондами, но не в слишком большой степени, поскольку они могут сомневаться в том, что управляющая команда сможет удачно проинвестировать большие объемы без серьезных изменений в стратегии инвестиций. Инвесторов всегда тревожит, что фонд замахивается на слишком большие цели, при том что управляющих всегда привлекают возросшие отчисления на расходы по управлению, которые выплачивает более крупный фонд (часто эти отчисления определяются как процент от мобилизованного, а не инвестированного капитала). В то же время управляющим компаниям фондов, может быть, необходимо ставить перед собой разумно масштабные цели, чтобы привлечь крупных инвесторов, которые могут быть не заинтересованы в инвестициях в небольшие фонды. Многие из крупных американских инвесторов не станут вкладывать меньше чем по 10 млн долл. в расчете на один фонд, но при этом они не желают иметь, допустим, более чем 5–10% участия в фонде. Это приводит к тому, что в США минимальный размер фонда составляет 100 млн долл.

Какой бы объем фонда ни был намечен, нужно позаботиться о том, чтобы установить, каким должен быть его минимальный приемлемый объем. Управляющая компания должна быть при этом уверена, что при таком минимальном объеме фонда отчисления на расходы по управлению фондом будут достаточны и для выплат вознаграждения персоналу, и для покрытия операционных расходов фонда. Слишком большая экономия может в конечном итоге отразиться на будущей доходности, а значит и на способности управляющей компании привлекать капиталы для фондов в будущем.

3.4.4.2. Срок жизни фонда

Традиционные структуры венчурных фондов рассчитаны на ограниченный срок жизни, с обязательством вернуть капитал инвесторам в течение установленного срока. Стандартный срок устанавливается в десять лет, куда входит около четырех-пяти лет инвестиционного периода, а следующие пять-шесть лет тратятся на повышение стоимости портфельных компаний и выход из последних инвестиций. Некоторые фонды выкупов (LBO), которым обычно требуется меньше времени для продажи своих инвестиций, в 1990-х годах перешли на восьмилетний срок жизни.

Соглашения о создании фондов обычно предусматривают возможность продления срока их жизни примерно на два года, чтобы реализовать инвестиции, которые вовремя не удалось продать; однако расходы по управлению фондом в этот период обычно минимальные.

3.4.4.3. Оплата расходов по управлению

В сравнительно благоприятном (для привлечения капиталов в фонды) климате 1980-х годов единая ставка расходов по управлению в размере 2,5% от мобилизованного капитала была стабильной нормой для фондов в Великобритании и США. В конце 1990-х годов давление со стороны инвесторов привело к тому, что большинство управляющих компаний новых фондов оказались вынужденными соглашаться на значительно более низкий процент. Инвесторам, как правило, не нравится, что в центре вопроса о доходности фонда оказываются расходы по управлению, существенно уменьшая значение удерживаемого вознаграждения. К тому же многие фонды используют «переменный» процент расходов на управление, поскольку инвесторы предпочитают, чтобы расходы на управление зависели от

выполненной работы, а не от размера фонда. Процент расходов может быть «плавающим», например, более высоким в период активного инвестирования и сниженным в период увеличения стоимости сделанных инвестиций, или быть сниженным на период кризиса или по другим причинам.

Обычно расходы на управление фондом уменьшаются к концу срока существования фонда (например, с пятого года), поскольку по мере продажи инвестиций управление фондом требует меньше затрат времени и усилий управляющей команды. Это также может совпадать с мобилизацией командой капитала для следующего фонда. Уменьшение обычно оформляется двумя способами: либо при сохранении номинального процента уменьшается база отсчета – например, из нее исключается стоимость проданных и списанных инвестиций, либо процент ежегодно уменьшается на определенную величину.

Расходы на управление могут быть уменьшенными в первые годы существования фонда, поскольку для инвестирования всего мобилизованного капитала потребуются несколько лет усилий, пик которых может прийти на второй-третий год работы фонда. Такая схема больше подходит для управляющей компании, мобилизующей второй или последующий фонд, поскольку у нее не будет больших начальных расходов, связанных с мобилизацией первого фонда.

В схемах с уменьшением расходов на управление инвесторов будет интересовать, какими расходы будут в среднем. Приемлемый уровень таких расходов трудно определить, поскольку это связано с общим объемом мобилизованного фондом капитала и направлениями инвестирования. Для очень крупных фондов выкупов (LBO) средний уровень расходов на управление может быть всего 1–1,5% от мобилизованного капитала. Для небольших фондов, инвестирующих, например, в новые

технологии или на развивающихся рынках, средний уровень таких расходов может быть и выше 2,5%.

3.4.4.4. Удерживаемое вознаграждение

Для управляющей компании главным стимулом достижения высокой доходности фонда и важнейшим источником прибыли является удерживаемое вознаграждение. Обычно оно определяется как часть общей прибыли фонда: традиционно 80% прибыли фонда используется для распределения между инвесторами, тогда как управляющие фонда и спонсоры (если фонд спонсорский) получают остальные 20%.

3.4.4.5. Минимальная доходность

Инвесторы стремятся преодолеть то видимое противоречие и неравенство, когда менеджер фонда может получать фиксированную долю прибыли независимо от того, соответствует ли получаемое в итоге инвесторами их ожиданиям и меморандуму фонда. Чтобы гарантировать управляющей команде право на долю в прибыли фонда только после того, как инвесторы получают разумную доходность на свои инвестиции, применяют схему «минимальной доходности» (preferred return, иногда ее называют «hurdle rate»).

Минимальная доходность может быть фиксированной, плавающей либо ступенчатой. Фиксированная минимальная доходность устанавливается в диапазоне 8–12%. Плавающая минимальная доходность может быть привязана к доходности по государственным облигациям либо к определенному индексу фондового рынка. Ступенчатая минимальная доходность позволяет менеджеру фонда увеличивать свое участие в прибыли по мере увеличения доходности для инвестора.

Дополнительно применяется схема вариантов выплаты фиксированного процента (catch-up), которая означает, что после достижения фондом минимальной доходности менеджер фонда получает право на удерживаемое вознаграждение на все доходы фонда (пока его доходность не «догонит» доходность инвесторов). Без схемы «catch-up» минимальная доходность действительно является «планкой» (hurdle), поскольку менеджер участвует только в тех доходах, которые поступают после достижения минимальной доходности.

Не все фонды используют схему минимальной доходности. К фирмам с хорошим послужным списком данная схема часто не применяется. Например, в США первые 25% наиболее успешных управляющих фондами часто имеют даже слишком много желающих инвестировать в их фонд, и поэтому им нет необходимости предлагать схему с минимальной доходностью для привлечения внимания инвесторов.

На требование инвестора включить в договор оговорку о минимальной доходности может влиять направленность инвестирования. Фонды выкупов рассматриваются инвесторами как фонды с меньшим риском, поэтому они исходят из того, что определенный уровень доходности им будет гарантирован. Риск, связанный с инвестициями на ранних стадиях, означает, что управляющим лучше не соглашаться на фиксированный уровень минимальной доходности. Собственно, навязывание минимальной доходности может иметь обратный эффект: управляющие фондов со средней эффективностью могут лишиться стимулов к хорошей работе, если поймут, что не смогут достичь минимальной доходности и тем самым не получат никакого удерживаемого вознаграждения.

3.4.4.6. Срок для внесения долей

В начале 1980-х годов управляющие только начавшего деятельность фонда могли затребовать от инвесторов весь подписной капитал одним траншем. Между тем фонду, чтобы инвестировать весь капитал, обычно нужно четыре года. За исключением случаев чрезвычайно высоких процентов по депозитам, депонированные в банке средства будут очень сильно уменьшать чистую ВНД фонда. С 1990-х годов, в условиях хорошо развитых телекоммуникаций, стало обычной практикой требовать от инвесторов подписной капитал небольшими траншами с уведомлением об этом (capital call) примерно за две недели до требуемого срока.

3.4.4.7. Распределение доходов

Примерно те же самые моменты, что и в случае внесения денег в фонд, необходимо учитывать, когда речь идет о распределении полученных фондом доходов среди инвесторов (distributions). Неспособность быстро распределить поступления негативно отразится на ВНД фонда, поэтому фонды стремятся производить распределения полученных доходов как можно чаще.

3.4.4.8. Реинвестирование капитала

Обычно в фондах с фиксированным сроком существования инвесторы не соглашаются на реинвестиции капитала. Даже в случаях, когда инвестиция осуществлялась всего один год, а затем была продана, вырученные средства немедленно выплачиваются инвесторам. Это может создавать для фондов проблемы, поскольку может оказаться невозможным полностью инвестировать весь подписной капитал: расходы на управление,

как и ресурсы на последующие раунды инвестиций, приходится держать на отдельных счетах. Но даже если капитал так и не был инвестирован, но был затребован, инвесторы получают право получить доход на этот капитал.

В последние годы, в связи с укреплением позиций инвесторов, они имеют возможность навязывать более жесткие условия по всем этим позициям. Поэтому управляющим компаниям следует критически оценить свои сильные и слабые стороны и найти способ представить инвесторам сбалансированный и привлекательный пакет предложений. Управляющие компании фондов могут изучить различные возможности для своей инвестиционной стратегии в поисках тех отраслей, в которых ощущается недостаток венчурного капитала: для инвесторов это будет привлекательно, ибо опыт показывает, что избыток числа фондов вынуждает их инвестировать в высокорисковые «маргинальные» сделки, тем самым уменьшая доходность.

Критический взгляд инвестора на команду менеджеров может также привести к полезным изменениям. Возможно, есть смысл делать назначения в команду временными, обуславливая постоянные назначения получением финансирования, чтобы команда в итоге была достаточно небольшой, но гибкой. Наконец, можно отрегулировать сроки и условия, найдя разумный компромисс между удерживаемым вознаграждением, минимальной доходностью и расходами на управление, представив пакет, который устроит большинство инвесторов.

3.4.5. Запуск фонда

Выбор потенциальных инвесторов и идентификация их потребностей является только подготовкой к осуществлению сложной задачи фактического запуска фонда. Процесс мобили-

зации капитала может включать маркетинговые поездки, встречи «один на один» с представителями потенциальных инвесторов, ответы на вопросы и запросы в порядке процедуры тщательного изучения и организацию встреч между заинтересованными инвесторами, потенциальными портфельными компаниями и управляющей командой фонда. В целом весь процесс от запуска фонда до его окончательного формирования и закрытия подписки (closing) может занять год-полтора.

Ключевым маркетинговым документом является информационный меморандум (information memorandum), который управляющей компании необходимо подготовить и распространить, а затем энергично претворять в жизнь.

3.4.5.1. Зондирование идеи фонда

Предварительное изучение инвесторов важно как для выявления общих тенденций на рынке капиталов для венчурных инвестиций, так и для получения обратной информации от инвесторов о привлекательности предложения фонда об инвестировании. Ключевые потенциальные инвесторы могут быть определены при помощи рассылки им краткого вводного документа (проекта меморандума), дающего общее представление об инвестиционной стратегии и команде и содержащего некоторые наметки по структуре фонда. Обращение с просьбой прокомментировать проект меморандума и высказать свои предложения может быть хорошим способом начать диалог с потенциальными инвесторами и получить полезную информацию о рынке. Не следует рассчитывать на достижение единодушия во мнениях разных инвесторов, необходимо концентрироваться на «нащупывании» ключевых тем и вопросов.

3.4.5.2. Подготовка информационного меморандума

Информационный меморандум – это документ о подписке на участие в фонде, он должен быть ясным и кратким, но в то же время хорошо раскрывающим опыт команды и инвестиционную стратегию фонда. Не существует определенной схемы изложения материалов меморандума. Тем не менее стоит помнить, что меморандум призван «затмить» множество аналогичных документов, которые еженедельно оказываются на столах основных инвесторов. В содержании меморандума должны, по существу, даваться ответы на все вопросы и требования инвесторов.

Поскольку процесс мобилизации капитала носит длительный характер, велика вероятность, что в меморандум придется вносить корректировки, и делать это не один раз. Поэтому лучше указывать в первых вариантах, что это проекты меморандума, а меморандумом назвать только окончательный документ, выпущенный ближе к концу процесса маркетинга.

Меморандум можно разделить на несколько разделов, например:

1. Общие сведения – здесь в легко читаемой форме дается общее представление о фонде.
2. Возможности – описывается сложившаяся на рынке ситуация и инвестиционная стратегия.
3. Команда – приводятся основные биографические данные всех членов управляющей команды.
4. Инвестиционный процесс – описывается процесс принятия решений.

5. Послужной список – даются детали прошлой успешной деятельности управляющей команды.
6. Правовые вопросы и налогообложение – рассматривается структура и функционирование фонда.

3.4.5.3. Маркетинг фонда

После написания информационного меморандума вопрос о запуске фонда становится вопросом времени. Многое зависит от общей экономической ситуации, «аппетитов» инвесторов и объема ликвидности, остающейся в предшествующих фондах управляющей компании. После принятия решения «вперед!» наступает тяжелый период маркетинга фонда. До выхода на более широкий рынок необходимо начинать с пробуждения интереса и получения поддержки местных инвесторов. Международные инвесторы часто хотят убедиться в сильной локальной поддержке фонда – только после этого они будут воспринимать его всерьез.

Существует несколько подходов к маркетингу фонда: от простой рассылки информационного меморандума потенциальным инвесторам и последующего отслеживания реакции до прямых контактов с представителями потенциальных инвесторов, чтобы получить у них предварительную оценку еще до высылки документа. Разные инвесторы по-разному реагируют на новые фонды. Некоторые предпочитают встретиться с членами команды, чтобы получить общее представление о фонде, тогда как другие отказываются встречаться, пока не увидят информационный меморандум и у них не сформируется предварительная оценка фонда.

Какой бы метод ни использовался, важно после встреч с потенциальными инвесторами быстро продвигаться вперед по

пути выработки и согласования решения об инвестировании, поддерживать диалог и не допускать, чтобы документы по фонду оказались у инвестора в самом низу стопки аналогичных документов. Для продвижения процесса необходимо предлагать инвесторам дополнительную информацию, организовывать встречи с остальными членами команды и визиты в потенциальные портфельные компании. На этой стадии также необходимо удовлетворять запросы инвесторов на проведение тщательного изучения, чтобы избежать подключения инвесторов к процессу на слишком позднем этапе.

По мере того как инвесторы начинают проявлять позитивный интерес к фонду, формируется их «мягкий круг» (soft commitment). На этой стадии управляющая компания может уже обратиться к юридическим деталям, распространяя соответствующие правовые документы среди инвесторов для получения их комментариев и установления обратной связи. Затем, после того как устные обещания инвестировать были получены, формируется «жесткий круг» (hard commitment) инвесторов, и если при этом достигается минимальный уровень капитализации фонда, то открывается путь к первому закрытию подписки на доли в фонде.

Первое закрытие подписки позволяет фонду получить мобилизованный на данную дату капитал и начать инвестировать, а также может использоваться для побуждения других инвесторов ускорить процесс принятия решения об инвестировании в фонд. Время первого закрытия подписки должно быть тщательно продумано, поскольку после него обычно имеется лишь весьма ограниченный отрезок времени, в течение которого необходимо завершить маркетинг и осуществить окончательное закрытие подписки на доли в фонде.

Процесс маркетинга фонда, как правило, требует существенных затрат времени и усилий со стороны управляющей компании. В последнее время все большее число фондов стало обращаться к услугам агентов по размещению (placement agents) как альтернативе самостоятельному осуществлению маркетинга. Агенты по размещению выступают в качестве представителей тех управляющих компаний, которые пытаются мобилизовать капитал. Они имеют широкий круг контактов в инвестиционных институтах. Большинство агентов по размещению, будь то дочерние структуры инвестиционных банков или частные лица, действуют в США.

Управляющей компании следует тщательно взвесить все «за» и «против», прежде чем обращаться к агентам по размещению. Их услуги могут довольно дорого стоить (порядка 2% мобилизованного капитала), причем в большинстве случаев эти расходы нельзя будет покрыть из средств фонда. Более того, менеджеры фонда не приобретут при этом своего собственного опыта мобилизации капитала и при создании следующего фонда опять будут вынуждены обращаться к услугам агента по размещению. С другой стороны, агенты по размещению способны предоставить широкий спектр услуг, включая оказание помощи в структурировании фонда, подготовке информационного меморандума, организации встреч с инвесторами и в отслеживании поступления доли участия инвестора на депозитный счет в банке.

3.4.6. Отношения с инвесторами

Управляющие венчурных фондов уделяют большое внимание информированию инвесторов о том, как у них продвигаются дела, об эффективности работы фонда. Хорошие рабочие отношения с инвестором – это не просто финансовые или

юридические обязательства (гражданско-правовые и фидуциарные), а долгосрочный собственный интерес управляющей компании. По закону, управляющая компания должна представлять инвесторам лишь годовой финансовый отчет, подтвержденный аудиторской фирмой. Однако в настоящее время многие фонды предоставляют гораздо больше информации в письменной форме (как формальных отчетов, так и неформальных сообщений), а также организуют множество встреч с инвесторами для того, чтобы наладить и поддерживать с ними тесные рабочие отношения.

На становящихся все более конкурентными рынках венчурного капитала управляющие компании не только осознали, что мобилизовать капитал уже имеющихся у их фондов инвесторов будет и дешевле, и менее хлопотно, но и что новый инвестор фонда может захотеть, прежде чем он инвестирует, получить рекомендации от уже имеющихся инвесторов.

3.4.6.1. Отчеты инвесторам

Помимо стандартных годовых отчетов становятся популярными полугодовые и квартальные. Чтобы быть полезными инвестору, отчеты должны быть адекватными по содержанию, своевременными и последовательными. В них следует освещать основные события за отчетный период, отражать любые изменения по каждой инвестиции портфеля, давать пояснения к любым изменениям в продвижении вперед либо в оценках стоимости, давать отчеты об эффективности фонда и неподтвержденные аудитором финансовые отчеты. Для инвесторов, которые привыкли к фондовым рынкам, где они могут получить оценку стоимости компании (или ее доли) почти мгновенно, очень важен вопрос своевременности и регулярности отчетов фонда венчурных инвестиций по его неликвидному портфелю.

Некоторые инвесторы с 1990-х годов стали бороться с плохой отчетностью, предоставляемой фондами венчурных и прямых инвестиций. Например, в 1990-х годах американская компания AT&T, инвестирующая в капитал более чем 150 партнерств, управляющих венчурными фондами, попробовала оценить своевременность поступления отчетов от фондов. Оказалось, что лишь чуть более половины квартальных отчетов поступали инвестору в течение 45 дней после истечения отчетного периода. Причем если первые отчеты поступали уже через две недели, то последние – лишь через пять месяцев.

Последовательность информации важна для инвесторов, поскольку позволяет им более точно оценить эффективность работы данного фонда во времени и относительно других фондов, а также относительно других активов, в которые размещены их средства. Все чаще инвесторы требуют, чтобы в отчеты включалась не только текущая оценка стоимости инвестиций, но и ожидаемая прогнозная конечная доходность инвестиционного портфеля.

3.4.6.2. Встречи инвесторов

Многие фонды проводят годовые собрания инвесторов в достаточно стандартизованном формате. Члены команды докладывают о продвижении фонда вперед в течение года и сообщают обо всех изменениях, которые затрагивают команду, а также об изменениях стоимости компаний и портфеля в целом. Затем следуют выступления руководителей некоторых из компаний инвестиционного портфеля.

Хотя, с точки зрения управляющих фонда, это эффективный способ одновременно сообщить об изменениях всем инвесторам фонда, как правило, весьма занятые представители инвесторов далеко не всегда могут присутствовать в назначенное время на

годовом собрании. Поэтому либо в дополнение к годовым собраниям, либо вместо них фондам необходимо научиться предлагать индивидуальные программы общения с инвесторами. Такие индивидуальные встречи позволят инвесторам задавать вопросы, которые они не смогли бы задать на общем собрании, что способствует лучшему пониманию состояния компаний инвестиционного портфеля фонда, как управляющей командой, так и инвесторами.

3.4.6.3. Комитеты инвесторов

Многие фонды предусматривают такие структуры, как «комитет инвесторов», или «совет консультантов», или «наблюдательный совет». Фонд может использовать такую структуру и для общения с инвесторами. Комитет может заседать один-два раза в год для обсуждения вопросов работы фонда (а в последнее время обнаруживается тенденция к тому, чтобы такие комитеты также занимались вопросами оценки стоимости портфеля и его эффективности).

Менеджер фонда должен подходить к членству в комитете стратегически, и ему не следует допускать, чтобы в нем были представлены только крупнейшие инвесторы. Членство в комитете может помочь развить более тесные отношения со знающими инвесторами, опыт которых может понадобиться по такому, например, чувствительному вопросу, как конфликт интересов. Место в комитете может также позволить познакомиться с инвестором, являющимся новичком в венчурном бизнесе.

3.4.6.4. Тематика общения с инвесторами

Инвесторов обычно интересует самая свежая информация об управляющей компании и фонде, при этом в первую очередь их волнуют:

- Изменения в команде менеджеров фонда.
- Изменения в стратегии фонда.
- Поток сделок.
- Новые, недавно сделанные и потенциальные инвестиции.
- Проданные инвестиции.
- Эффективность работы фонда.

Изменения в команде менеджеров фонда. Хотя инвесторы обычно считают, что они инвестируют в управляющую компанию, в реальности они просто доверяют свои деньги всего нескольким ключевым фигурам. И если одна из этих ключевых фигур по какой-либо причине уволится, это может обеспокоить инвесторов. Поэтому о предполагаемых или случившихся изменениях в команде управляющих следует незамедлительно сообщать инвесторам, чтобы не возникло трений, если они впервые узнают об этом из других источников.

Изменения в стратегии фонда. Хотя инвестиционная стратегия обычно формулируется в информационном меморандуме, управляющая компания фонда обладает определенной свободой в выборе направлений инвестирования. Поэтому о любом, даже самом незначительном, изменении в стратегии инвестирования следует тут же сообщить инвесторам, объяснив причины такого изменения.

Поток сделок (deal flow, pipeline). Количество и качество сделок, которые фонд получает и рассматривает на предмет возможности инвестирования, одновременно является показателем маркетингового успеха управляющей компании и указанием на общий уровень активности на рынке. Инвесторов редко интересуют детали конкретных рассмотренных сделок, тем не менее им обычно приятно прочувствовать ту атмосферу, в которой работает управляющая команда.

Новые инвестиции. Инвесторам нужны основные данные, а именно: когда было осуществлено инвестирование, сколько инвестировано, а также пояснения о планах команды в отношении добавления стоимости в портфельной компании. Некоторые фонды распространяют внутреннюю инвестиционную газету, однако обычно достаточно информационного листка на одной странице, если выпускать его вовремя.

Проданные инвестиции. Фонды обычно стараются рассказывать инвесторам хорошие новости о выгодных продажах. Инвесторы же часто хотят знать о компаниях, которые не преуспели, а также понять, почему это произошло и есть ли гарантии или хотя бы надежды на то, что подобное не произойдет в будущем.

Эффективность работы фонда. Инвесторы должны иметь информацию, как об оценке стоимости отдельных инвестиций, так и по портфелю фонда в целом, чтобы они могли сравнивать портфели фондов, в которые они инвестировали, а также проводить сравнения между фондами.

3.5. Генерирование потока сделок

Поток сделок – число инвестиционных возможностей, которые должна рассматривать управляющая команда фонда венчурного

капитала за единицу времени. Это показатель здоровья экономической среды, в которой действует фонд, и его собственной активности. Большое число инвестиционных возможностей означает высокий уровень предпринимательской активности, как в стране, так и со стороны фонда. Обычно этот показатель является также индикатором общей динамики в экономике конкретного экономико-географического региона, сигналом наступающего спада или бума. В эпоху экономического оптимизма большее количество людей готовы рискнуть и отправиться за пределы знакомого горизонта, тогда как во время депрессии число инициатив заметно снижается.

Поток сделок предоставляет управляющему фондом «сырье», из которого необходимо выбрать предпринимателей, с которыми ему придется пройти добрую часть пути к богатству либо бедности. Для потенциального инвестора способность управляющего фондом создать мощный поток сделок – основной критерий его надежности, а между самими управляющими стандартным приветствием является: «Как поживает deal flow?».

У управляющих венчурным капиталом существует три пути найти выгодные для них возможности:

- Сидеть в конторе и просматривать то, что приходит «самотеком».
- Более активный подход и постоянное генерирование предложений для намеченных для инвестиций компаний.
- Создание мощной сети советников и референтов (из частных лиц и учреждений), которые будут направлять предпринимателей к венчурному инвестору.

Большинство использует все три пути, но в любом случае каждому управляющему придется позаботиться о том, чтобы создать собственный имидж на венчурном рынке и о том, чтобы уведомить всех возможных клиентов о своих услугах. В своей основе этот процесс мало чем отличается от стандартных приемов маркетинга, используемых другими специалистами на рынке финансовых услуг, особенно если иметь в виду такую сложную категорию, как предложение услуг одного бизнеса другому (business to business, «b2b»).

3.5.1. Маркетинг венчурного капитала

Фонды венчурного капитала, как правило, существенно различаются по целям инвестиций, индустрии, стадии, географическому району операций и стилю деятельности. Сами предприниматели и их посредники часто не умеют формулировать финансовые потребности компаний, как по объему требуемых инвестиций, так и по тому, какой финансовый инструмент им подошел бы лучше всего. С другой стороны, управляющие фондами продолжают наивно верить, что всем хорошо известно, что такое «инвестиции в акционерный капитал», и исходят из того, что «деньги – очень простой товар для продажи».

Опыт свидетельствует скорее об обратном. Венчурный капитал – сложная финансовая услуга, так что добиться на данном рынке успеха можно лишь за счет тщательно разработанной маркетинговой политики. При этом весь венчурный бизнес должен рассматриваться с точки зрения конечного результата, т.е. с позиций потребителя услуг по управлению венчурным капиталом – компании, заинтересованной в инвестициях. Вместо заявления о том, что «наша фирма готова предоставить следующие финансовые услуги...» (как это делают, например,

банки), фонд венчурного капитала как бы задает вопрос сам себе: «Что хочет приобрести наш потенциальный клиент?».

Этот подход особенно трудно воспринимается в сфере финансовых услуг, когда предлагается явно дефицитный товар, который и сам предприниматель, заинтересованный в привлечении капитала, часто принимает за волшебный ключик, за средство осуществления его мечты. Положение усложняется еще и тем, что управляющие венчурным капиталом часто рассматривают в качестве своих основных клиентов не инвестируемые компании, а инвесторов, средствами которых они управляют. Предприниматель, в компанию которого они инвестируют, часто трактуется ими как удачный либо неудачный продукт их деятельности. С другой стороны, управляющий венчурным капиталом – это финансовый посредник, у которого есть клиенты как со стороны спроса, так и со стороны предложения. Односторонняя позиция с инвестором в качестве главного клиента ведет к высокомерному отношению к предпринимателю и инвестируемым компаниям, и в итоге венчурный фонд лишается важных инвестиционных возможностей.

В книге «Венчурный капитал» Дэйвид Сильвер описывает, как в 1981 г. корпорацию Microsoft в Бельвю, Вашингтон, посетили представители 24 фондов венчурного капитала, предлагающих компании деньги. В то время Microsoft Corporation уже была довольно преуспевающей компанией, работающей в области компьютерного программного обеспечения, с годовым объемом продаж 7,5 млн долл. и прибылью до налогообложения 3 млн долл. Основатель компании Билл Гейтс заявил управляющим фондов, что в венчурном капитале компания не нуждается, однако согласна продать 5% обыкновенных акций Microsoft за 1 млн долл. тому фонду венчурного капитала, который согласится приложить самые большие усилия по превращению

Microsoft в профессионально управляемую растущую компанию. В начавшемся соревновании в конечном итоге победила фирма Technology Venture Investors из Менло Парк, Калифорния, которая согласилась тесно работать со средним звеном менеджеров, чтобы помочь им в освоении навыков профессионального менеджмента.

Управляющие венчурным капиталом в США и Европе давно поняли, что с развитием рынков, по мере того как появляется все больше фондов и они становятся крупнее, растет конкуренция. Теперь каждому из них приходится заботиться не только о том, чтобы собрать деньги с инвесторов, но и о том, чтобы иметь свой собственный имидж на рынке, который достаточно привлекателен для предпринимателей, заинтересованных в венчурных инвестициях. Такая маркетинговая стратегия должна стать интегральной частью венчурного бизнеса и поддерживаться ключевыми фигурами управляющей компании фонда венчурного капитала.

3.5.2. Ключевая информация о венчурной фирме

Чтобы на рынке сформировалось надлежащее представление о фонде венчурного капитала, нужно выйти на него с информацией по трем важнейшим параметрам:

- Инвестиционная стратегия.
- Репутация.
- Способность обеспечивать приращение стоимости.

3.5.2.1. Инвестиционная стратегия

Инвестиционная стратегия фонда венчурного капитала обычно ясно изложена в его меморандуме или уставе. Чтобы отграничить позицию фонда от позиции его конкурентов, в первую очередь нужно знать этапы, на которых фондом осуществляется инвестирование (ранние, начальные этапы, либо инвестиции в расширение и развитие производства, выкупы управляющими – МВО или МВИ), а также то, является ли фонд универсальным или специализируется на определенных отраслях. Важно также учитывать существующие локальные, региональные или национальные ограничения для венчурных инвестиций.

Чем более сфокусирована стратегия фонда, тем легче информировать об этом рынок и тем быстрее информация дойдет до тех, на кого она рассчитана. Так, фонд «3i» в Великобритании сообщает о себе как о прямом окне во все операции на рынке прямых акционерных инвестиций. Atlas Venture представляет себя в качестве евро-американского эксперта по инвестициям в информационные технологии и естественные науки. Caripicorn Venture Partners известна как инвестор в технологии на ранних этапах.

3.5.2.2. Репутация

Управляющая компания венчурного фонда и ее менеджеры вступают в партнерство с инвестируемой компанией и предпринимателями, получая доступ к конфиденциальной информации, а нередко и возможность влиять на стратегические решения компании. Профессиональная репутация является при этом главным критерием для того, чтобы предприниматель выбрал путь, предложенный управляющими венчурным капиталом.

Чтобы создать на рынке нужный имидж управляющей компании, в публикациях можно использовать информацию об удачных инвестициях команды в прошлом, примеры выведения проинвестированных компаний на фондовый рынок, биографические данные основных управляющих фонда, их послужные списки и истории успеха. Не следует забывать: то, что об управляющих говорят другие, действует гораздо сильнее того, что они сами рассказывает о себе. Репутацию частично создает и «молва» (public opinion), которой трудно управлять. На небольших рынках мгновенно распространяется информация о том, как венчурный инвестор ведет переговоры и с чем выступает на советах директоров. Поэтому особое внимание следует уделять сохранению конфиденциальной информации и последовательности поведения в сложных ситуациях.

3.5.2.3. Услуги по приращению стоимости

Как было показано выше на опыте Microsoft, многие предприниматели обращаются к венчурным фондам с надеждой получить нечто большее, чем только финансирование. Им необходим опыт других успешно растущих компаний, доступ к международным сетям информации и к специалистам, предложения по повышению кредитоспособности инвестируемой компании, стратегическое видение, профессионализм и независимость совета директоров, включение дополнительных членов в команду менеджеров и т.д.

Все это инвестируемые компании рассчитывают получить как приложение к венчурному финансированию. Например, фирма MTP Managers известна в Великобритании как специалист по инвестициям на начальных стадиях с контролирующим участием (hands-on support): один или более ее менеджеров проводят по нескольку дней в неделю в каждой портфельной компании, иногда выполняя по совместительству функции руководителя предприятия.

3.5.3. Методы коммуникации

В коммуникации бизнеса с бизнесом зачастую приходится комбинировать связь через средства массовой информации (что обеспечивает общее знакомство с обеими сторонами сделки по венчурному инвестированию и появление имен «на слуху») с очень избирательным и узко сфокусированным общением, чтобы выйти именно на тех предпринимателей, которые интересуют управляющих венчурным капиталом.

Существует много способов, помогающих распространению информации о фонде среди потенциально заинтересованных кругов:

- Реклама.
- Интервью и статьи в прессе.
- Прочие печатные публикации.
- Интернет и публичные мероприятия.
- Личные контакты.

3.5.3.1. Реклама

Рекламируя услуги фонда венчурного капитала в финансовых газетах, журналах и специализированных изданиях, венчурный инвестор не только обретает определенный статус на рынке, но и создает для себя более широкую аудиторию для делового общения. На конкурентных рынках, таких как рынок выкупов (МВО) в Великобритании, реклама стала обычной практикой. Такие издания, как *Investor Chronicle* и *Monthly Buyout Monitor* получают основные платежи за рекламу от крупных фондов выкупов.

Реклама в прессе, как и любая медийная реклама, стоит довольно дорого уже потому, что требуется провести несколько рекламных кампаний, чтобы появился какой-то осязаемый эффект. Но без достаточно агрессивной рекламы трудно добиться того, чтобы фонд венчурных инвестиций и его управляющие стали известными на рынке и чтобы к ним обращались с заявками на получении инвестиций, т.е. был бы обеспечен стабильный поток сделок.

С другой стороны, есть мнение, что прямая реклама услуг по доверительному управлению деньгами и инвестированию, как и реклама юридических и аудиторских услуг, является неэтичной и должна быть ограничена «имиджевой» и косвенной рекламой через демонстрацию успешных сделок.

3.5.3.2. Интервью и статьи в прессе

Это не только бесплатный путь, но и возможность более доходчиво, чем в рекламе, сообщить ключевую информацию о фонде, особенно если при этом в прессе завязывается какое-то обсуждение проблем с партнерами и посредниками. Поскольку результат обсуждений трудно контролировать, использовать эти возможности необходимо крайне осторожно. Связи с общественностью и с журналистами необходимо устанавливать уже тогда, когда эти связи еще не потребовались. Если в ходе конкурентной борьбы на венчурный фонд кто-то всерьез ополчится, пытаться выстроить такие связи будет уже поздно.

Нужно всегда помнить, что публикация каких-либо деталей намечающейся сделки может ее разрушить, насторожить конкурентов, спровоцировать их на предложение лучших условий или причинить какой-то иной вред. Публикация же материалов об уже проведенных удачных инвестициях (историй успеха), как правило, не может принести вреда и ведет к

резкому увеличению потока сделок, тогда как появление каких-нибудь сведений о неудачах может произвести существенный обратный эффект. Поскольку среди инвестиций венчурного капитала часть обязательно окажется неудачными, опасно напрямую ассоциировать венчурный фонд с такими неуспешными компаниями.

В конце 1980-х годов бельгийская компания Super Club n.v. имела колоссальный успех. Компания росла со скоростью десятков процентов в месяц и привлекала инвесторов со всего мира. Все связанные с этой компанией специалисты в области венчурных инвестиций и инвестиционные банки использовали ее успех, чтобы подчеркнуть свою компетентность или даже гениальность в вопросах выбора объектов для инвестирования. Однако, когда компания попала в «турбулентные воды» и «потонула» среди обвинений в недобросовестной практике, последствия для ее инвесторов оказались катастрофическими. К тому времени управляющие венчурных фондов практически не имели возможности помочь решить проблемы Super Club, однако воздействие на их имидж было таким, что поток сделок фактически полностью прекратился.

3.5.3.3. Прочие печатные публикации

Чаще всего это брошюры, годовые отчеты и пресс-релизы. Адекватная графика, простое для понимания и толковое содержание этих материалов создают для фонда требуемый образ высокопрофессиональной и надежной фирмы. Фонду весьма важно выработать собственный «фирменный стиль» для всех такого рода публикаций, элементы которого можно использовать как логотип, одинаково удобный для применения в заголовке брошюры или шапке письма, везде, включая деловую переписку. Некоторые документы, созданные, скажем,

как отчеты для инвесторов, можно оформить так, чтобы использовать их для более широкой аудитории. Для этого следует в годовые отчеты включать более широкий круг сообщений об удачных сделках, выполненных инвестициях, эффективности фонда и т.д.

3.5.3.4. Интернет и публичные мероприятия: презентации, выставки, ярмарки

Интернет предоставляет беспрецедентные удобства в распространении информации о фондах прямых и венчурных инвестиций. Страничка в Интернете делает фонд существенно более заметным и доступным для будущего потока сделок. Ту же цель преследуют и многие маркетинговые или торжественные мероприятия, куда приглашаются не только потенциальные инвесторы и менеджеры компаний, нацеленных на получение инвестиций, но и иные возможные партнеры из числа предпринимателей, консультантов, финансистов и других венчурных инвесторов.

Всякое открытое и публичное спонсорство также помогает наладить нужные связи. При этом следует стараться не утомлять нужных людей детальным изложением сделок фонда. Не следует забывать и такую форму, как рассылка поздравительных открыток. К ним можно приложить образец товара портфельной компании фонда, что не только обеспечивает ей хорошую рекламу, но и напоминает о том, чем фонд с успехом занимается.

Выступая на презентациях и конференциях (если фонд имеет дело с хорошо информированной аудиторией), необходимо стараться не столько убедить всех в правильности собственной точки зрения, сколько привлечь внимание к инвестиционной тематике. Опыт показывает, что для аудитории, менее знакомой

с проблемами венчурных инвестиций, можно и нужно подготовить какой-то единый стандартный набор хороших информационных материалов по нескольким ключевым аспектам бизнеса фонда. Создать собственный толковый стенд на профессиональной выставке или ярмарке – дорогое и трудное дело, поэтому управляющим лучше самим посетить чужие стенды и поговорить с представителями выставяющихся компаний о возможностях своего фонда венчурных инвестиций.

Есть страны, в которых традиция делает хорошим средством коммуникации небольшие корпоративные подарки с логотипом фонда венчурных инвестиций, т.е. помимо медийной фонд может использовать и BTL-рекламу (способствующую стимулированию сбыта). Крупные фонды венчурных инвестиций с глобальным охватом инвесторов и рынков для инвестирования широко используют в своей работе BTL-рекламу. Рекламно-маркетинговая эффективность такого подарка только вырастет, если он произведен проинвестированной фондом компанией или с использованием технологий или материалов, разработанных портфельными компаниями фонда, хотя и иным производителем.

3.5.3.5. Личные контакты

При всяком личном контакте одни сообщения передаются намеренно, другие – непроизвольно. По поведению, отношению, стилю и языку общения у людей складывается положительное или отрицательное мнение об управляющем венчурным капиталом и фонде. Четко сформулированная позиция, высказанная вслух на заседании совета директоров, может оказать значительно больше влияния на положение фирмы на рынке, чем те же самые рассуждения, представленные в письменном виде. Если управляющий венчурным капиталом

действует профессионально, сдержанно и честно, к нему растет доверие не только у предпринимателей, бухгалтеров и консультантов, с которыми он непосредственно общается, но и у тех, кому они потом его порекомендуют. С другой стороны, этот же фактор часто приводит к тому, что имидж даже очень крупных компаний легко может пострадать из-за неадекватного поведения какого-либо из членов команды менеджеров, иногда и не занимающего высокой должности.

Контакты высокого уровня, где принимаются принципиально важные решения, обычно проводятся в режиме личной встречи «с глазу на глаз». Частью ритуала налаживания добрых отношений бывает приглашение ключевых фигур на обеды с выпивкой (winning & dining). Членство в бизнес-клубе тоже может помочь управляющим венчурного фонда расширить сеть контактов. Участие в работе различных комиссий не только отнимает много времени, но и позволяет лучше познакомиться с коллегами и сформировать среди них положительный имидж и приобрести хорошую репутацию.

3.5.4. Источники сделок

Среди источников сделок можно выделить:

- Неорганизованные контакты.
- Прямой подход.
- Инвестиционные форумы.
- Рекомендованные сделки.
- Синдикация.
- Фонды ранних стадий.

3.5.4.1. Неорганизованные контакты

Как только имя венчурного инвестора появляется в ежегоднике NVCA или EVCA, начинает упоминаться в прессе, телефон начинает звонить. Испытывающие потребность в деньгах предприниматели добывают номер факса или электронной почты и перекачивают туда свои бизнес-планы объемом по 50–70 страниц. Главная проблема с таким потоком неорганизованных (unsolicited) заявок состоит в том, что здесь нет предварительного контроля качества. Его придется организовать, чтобы не потонуть в бумагах.

3.5.4.2. Прямой подход

Чтобы исследовать отрасли с хорошей перспективой роста, достаточно выбрать несколько привлекательных компаний (что легко сделать, просматривая публикуемые отчеты, статьи в прессе и т.п.). Прежде чем обратиться к этим компаниям, нужно выяснить, кто в них и чем конкретно занимается, откуда они появились и каково положение их товара на рынке. Обращаясь к ним, фонд тем самым объявляет о своем интересе, и в связи с этим потом бывает не так-то просто отказать от дальнейшей работы без особых на то причин. Кроме того, этот факт может повлиять и на ход переговоров: фонд оказывается как бы в положении просителя. Положительная сторона такого подхода состоит в том, что прямой интерес фонда обычно льстит предпринимателю, и если ему придется выбирать между несколькими инвесторами, он предпочтет этот фонд тому, за которым еще нужно побегать.

Появление Интернета делает возможным реализовывать прямой подход к поиску сделок в очень удобном режиме «интернет-серфинга» (посещение различных сайтов).

3.5.4.3. Инвестиционные форумы

На таких форумах компании одного географического региона (и/или отрасли промышленности) получают по 15–20 минут для того, чтобы представиться возможным инвесторам, после чего появляется возможность для проведения личных встреч за закрытыми дверями с глазу на глаз. Такие ежегодные конференции позволяют получить свежую информацию о состоянии дел в интересующей фонд отрасли или регионе и создают условия для установления важных неформальных контактов. Здесь компании могут выгодно представить себя, не выпрашивая денег, а инвесторы – проявить интерес, не принимая на себя каких-либо обязательств.

3.5.4.4. Рекомендованные сделки

Большая часть выгодных сделок заключается по чьей-либо прямой или косвенной рекомендации, чаще всего – со стороны благодарного фонду предпринимателя, которому помогли сделанные фондом инвестиции. Хотя рекомендованные сделки (referred deals) составляют обычно только 25% от общего потока сделок, считается, что более 95% всех реализуемых инвестиций – это рекомендованные сделки.

Чтобы таких сделок стало больше, венчурному фонду стоит создать широкую сеть таких «референтов» (referrals). Ими могут стать как организации, так и частные лица, которые находятся в постоянном контакте с предпринимателями, а значит – в состоянии отыскать требуемую фонду возможность выгодного вложения капитала. У каждого из таких референтов (которым может стать и аудитор фирмы, и кадровое агентство, и инвестиционный банк) есть собственный интерес в реализации возможной инвестиции. Аудитора может тревожить финансовое положение фирмы, кадровое агентство – низкая зарплата,

которую нельзя поднять без внешних вливаний, а банк – проблемный кредит. Их рекомендация оказывается более ценной тем, что они, как правило, лично заинтересованы в удачной сделке.

На конкурентном рынке коллеги из других венчурных фондов могут вести свой маркетинг на базе единого с данным фондом источника референтных ресурсов. В зависимости от того, как данный венчурный фонд поработал с рекомендованным клиентом, деловые контакты с референтами укрепляются или ослабевают. С другой стороны, дельные юристы, бухгалтера и банкиры, которые привлекаются к работе в уже осуществленных фондом инвестициях, обязательно помогут ему получить выгодную сделку в будущем.

3.5.4.5. Создание синдикатов

Особая категория референтных сделок – это приглашение «соинвестировать» (co-invest) от коллег по венчурному бизнесу. В Европе 34% всех инвестиций идут через национальные синдикаты фондов, а 9% – через международные группы инвесторов венчурного капитала. Создание единой сети венчурного капитала часто необходимо для заключения качественных сделок.

Среди причин приглашения в инвестиционный синдикат можно выделить несколько:

1. Приглашая коллег/конкурентов к совместной инвестиции, каждый стремится к уменьшению возможных рисков и получению большей доходности.
2. Приглашение может быть вызвано также тем, что у венчурного инвестора есть какие-то нужные качества:

умения, знания в определенной отрасли бизнеса, географическое присутствие в требуемом месте или же высокая репутация, которая упростит мониторинг инвестиции, ускорит рост стоимости бизнеса или приведет к более успешному выходу из инвестиции.

3. Может также случиться, что управляющего венчурным фондом приглашают потому, что у него сложилась на рынке репутация нетребовательного партнера, слепо следующего за ведущим инвестором, и при этом у него много свободных денег.
4. Приглашения в синдикат часто бывают просто знаком благодарности за прошлое успешное сотрудничество.

Несмотря на трудности и разногласия, которые нередко возникают при согласовании каких-либо изменений на заседаниях правлений, синдикаты позволяют использовать гораздо больше возможностей и укрепить личные контакты. Вступить в такой клуб – важная задача каждого новичка в венчурном бизнесе. Подавление собственного корыстолюбия и приглашение других к участию в выгодной сделке – это верный путь к созданию собственной сети нужных связей.

Часто можно встретить и резко отрицательное отношение к синдикации со стороны тех, кто первым нашел и проанализировал потенциальную сделку, провел переговоры и согласовал условия. В этом случае другие участники синдиката приходят как бы «на готовое» и кажутся своего рода «халявщиками», а иногда и служат помехой для реализации сделки, например, выдвигая дополнительные требования к компании, которая станет объектом инвестиций, или условиям сделки. Как правило, преодолеть это негативное отношение можно, распределив затраты фонда-инициатора сделки на ее отработку и оформление (включая тщательное изучение) между участни-

ками синдиката таким образом, чтобы инициатор получил возможность существенно сэкономить.

3.5.4.6. Фонды ранних стадий

Одним из способов обеспечить право на участие во вторых или последующих раундах инвестирования и в соинвестировании являются инвестиции в фонды ранних стадий (early stage funds).

У большинства венчурных фондов существует порог суммы инвестиций в одну компанию в несколько миллионов долларов – заявки на инвестиции рассматриваются фондом, только если на их реализацию требуется сумма, большая, чем установленный порог. Таким фондам практически невозможно инвестировать в компании на ранних стадиях их развития суммы порядка 100 тыс. долл.

В подобных случаях могут помочь такие «бутики ранних стадий» (early-stage boutique), как, например, Capricorn Venture Partners, которые обеспечивают различные экспертизы. Для такого «бутика» участие более крупного фонда является своего рода стратегическим альянсом, который дает возможность лучшим компаниям его портфеля получить инвестиции на следующих этапах развития. Для крупного фонда альянс с бутиком обеспечивает более качественный поток сделок, предоставляет инсайдерскую информацию о компании еще до начала инвестирования и право «первого выбора» (right of first refusal) при конкуренции за сделку.

Очень часто поток сделок, которым занят бутик ранних стадий, оказывается ценным источником сделок для крупных фондов. Обычно такой бутик, вырастая и укореняясь в конкретном географическом регионе, получает много предложений о сделках, включая стадии расширения и развития, а также

выкупы. Сделки, не представляющие интереса для самого бутика, могут оказаться весьма привлекательными и выгодными для более крупных игроков. Поэтому корпоративные группы и фонды венчурного капитала традиционно инвестируют в фонды ранних стадий, как бы покупая себе окно возможностей, через которое они могут следить за возникающими технологиями и компаниями. Для них инвестирование в фонды ранних стадий является способом своего рода «покупки» потока сделок для собственного развития.

3.5.5. Управление потоком сделок

Процесс венчурного инвестирования – это многошаговая и многоступенчатая процедура, которую можно сравнить с последовательным просеиванием через сита с все более мелкими ячейками. То, что успешно «проходит экзамен» на первом «грубом» сите, может быть отторгнуто на втором, более «тонком», этапе и т.д. Только самое ценное из потока сделок проходит сквозь последнее сито.

Процесс от начального контакта до заключения нотариально заверенного инвестиционного контракта на куплю доли в компании (share sale and purchase agreement) включает в себя выработку соглашений по исходной оценке стоимости, по срокам и условиям сделки (term sheet) и по детальной процедуре тщательного изучения, утверждение соглашений партнерством, а также заключение общего соглашения между акционерами (shareholder agreement).

Поскольку только несколько процентов от первоначальных контактов реализуется в форме совершенных сделок, чрезвычайно важно управлять с большой осторожностью потоком

сделок, поступающих в фонд, и их продвижением по различным этапам рассмотрения и одобрения.

3.5.5.1. Регистрация

Начальная точка всякого управления потоком сделок – это база данных, куда поступают все заявки, релевантные стратегии фонда, и на ее основе возможно подготавливать отчеты о продвижении сделок по этапам, а также создавать статистические обзоры. В базе данных находятся сделки, поступившие в фонд и вошедшие в число отобранных для дальнейшей обработки; такие сделки формируют то, что называют «pipeline» (букв. трубопровод, или система подачи). Сделки можно подразделить на несколько категорий, например:

- новые (только что поступившие в фонд, принятые к рассмотрению по формальным критериям меморандума фонда, но еще не прошедшие изучения или анализа);
- активные (находящиеся на различных этапах исследования и обработки);
- неактивные (отклоненные по различным причинам, но тем не менее не исключенные из «pipeline» по причине того, что фонд в будущем может вернуться к их рассмотрению);
- отклоненные (принятые к рассмотрению, проанализированные, но отклоненные на одном из этапов анализа без перспектив возвращения в «pipeline» – «dead», «умершие»).

3.5.5.2. Неорганизованные контакты

Неорганизованный поток запросов об инвестировании может поступать по телефону, почте, факсу или по электронной почте. Иногда с такой заявкой обращается посетитель прямо у дверей офиса.

При любом таком обращении менеджерам прежде всего необходимо понять, входит ли данное предложение в сферу интересов фонда или интересов его стратегических партнеров – из числа проинвестированных, или привлекательных для инвестирования, или из числа инвесторов фонда. Все предложения, не вмещающиеся в эти рамки, сразу отвергаются и даже не регистрируются. Все остальные предложения регистрируются, и по ним дается начальный обзор на основе анализа документов и/или телефонных бесед. Примерно треть предложений при этом также отвергается. Решение об отказе сообщается стандартным письмом компании или предпринимателю, которого благодарят за предложенную возможность инвестировать в его компанию. Такая вежливость необходима для того, чтобы у потенциально привлекательной для инвестирования компании остались нормальные доверительные отношения с фондом, так как в будущем не исключено, что компания вновь обратится в фонд и уже не получит отказа.

3.5.5.3. Первое знакомство

Если предложение представляется действительно интересным, считается, что лучше пригласить заявителя для примерно часовой беседы к себе в офис, чем тратить время на анализ его бизнес-плана. Некоторые считают, что ценность сделки обычно обратно пропорциональна занимательности бизнес-плана. Венчурный капитал – это бизнес, который ведут люди, поэтому

всегда стоит встретиться с ключевой фигурой сделки, причем, не откладывая это «на потом».

Часовая встреча, как правило, дает достаточно информации, чтобы разобраться в побудительных мотивах и личности предпринимателя, в характере бизнеса, в том, насколько он понимает нужды своих клиентов и рынок в целом, включая его основных игроков, и чтобы представить потенциал сделки в случае реализации по оптимистическому варианту развития событий. На основании такой информации необходимо принять решение об отказе от сделки или о том, чтобы начать ее проработку или детальную процедуру тщательного изучения. После первой встречи на следующий этап переходит не более 20–25% заявок.

3.5.5.4. Прохождение сделки по этапам рассмотрения и анализа

Бывают случаи, когда переход сделки с одного этапа ее рассмотрения на другой определяется самими управляющим фондом и работа полностью оплачивается из сумм вознаграждения за управление. В некоторых фондах в принятии такого рода решений участвует инвестиционный комитет, в функции которого входит следующее:

1. Комитет рассматривает поступившие в фонд сделки, формально отвечающие критериям инвестирования, содержащимся в меморандуме, Эти данные должны быть предварительно проанализированы управляющей командой и представлены в форме сводной таблицы или отдельных описаний по каждой заявке. Комитет, на основе опыта своих членов, рекомендует либо не рекомендует команде продолжение работы по этим сделкам, а иногда и предъявляет требования к основным параметрам

рам структуры сделки для переговоров с компанией, запрашивающей инвестиции.

2. Комитет изучает детальные материалы по предварительному анализу и исследованию сделки, подготовленные управляющей компанией, которые могут называться «основными позициями бизнеса» (main business points) или «отчетом об оценке» (appraisal report) и соответствуют стандартным требованиям, выработанным в фонде. На основании результатов этого изучения, Комитет рекомендует или не рекомендует продолжить процедуру тщательного изучения с привлечением внешних консультантов. Эти консультанты, как правило, требуются для «финансового тщательного изучения» (financial due diligence) – подтверждения исторических и прогнозных финансовых данных, представленных компанией (такое подтверждение не предусматривает полного аудита, а нацелено на верификацию основных цифр), а также для «правового тщательного изучения» (legal due diligence) – подтверждения легальности ведущегося компанией бизнеса с точки зрения действующего законодательства и выполнения всех юридических процедур в ходе корпоративного развития компании (наличия всех протоколов совета директоров с подтверждением их правомочности, регистрации эмиссии акций или паев, регистрации отчетов о размещении акций и т.п.). В случае развивающихся рынков часто также требуется специальное тщательное изучение налоговой ситуации, в которой окажется бизнес компании, запрашивающей инвестиции. Может потребоваться и привлечение технических и отраслевых экспертов и консультантов. Привлечение внешних консультантов, как правило, стоит недешево, и рекомендация инвестиционного комитета укрепляет позиции управляющей

компании в решении о целесообразности или нецелесообразности этих трат.

3. Комитет анализирует результаты тщательного изучения и основные параметры сделки, согласованные управляющей компанией фонда и компанией, претендующей на инвестиции, и принимает или не принимает решение об инвестировании.

Привлечение инвестиционного комитета на ранних этапах анализа и разработки сделки имеет ряд преимуществ, так как снижает риск существенных потерь из-за отказа от сделки на поздних стадиях, когда в нее уже вложены значительные средства, как в форме дорогостоящих людских ресурсов специалистов управляющей компании, так и денег для оплаты сторонних консультантов.

3.5.5.5. Конфиденциальность

Некоторые предприниматели буквально помешаны на секретности. Они требуют подписывать самые жесткие соглашения на этот счет, прежде чем будет раскрыта любая информация об их компании и бизнес-модели. На уровне первой встречи вся информация остается строго конфиденциальной в сугубо профессиональном плане. Для успокоения предпринимателя можно еще перед началом первой встречи подписать соглашение о неразглашении информации (non-disclosure agreement), однако обычно этого не требуется.

Соглашение о конфиденциальности обычно подписывается в самом начале процедуры тщательного изучения. Оно устанавливает, что фонд обязуется использовать всю получаемую информацию лишь для определения возможностей инвестирования в компанию. Данное соглашение, однако, ограничивает эту обязанность лишь той информацией, которая не только

объявлена конфиденциальной, но и не была ранее известна венчурному инвестору, не находится в данный момент и не будет находиться в будущем в общественном достоянии (public domain).

Следует учитывать, что, как правило, закон об охране коммерческой тайны лишь позволяет компании относить на себестоимость мероприятия, которые он предпринимает в этой области, и установить, а тем более доказать в суде ущерб от нарушения тайны достаточно сложно. Вместе с тем управляющие фондами венчурных инвестиций относятся к охране конфиденциальной информации достаточно серьезно и всеми способами стараются не допустить нарушений в этой области, так как это может нанести вред деловой репутации как фонда, так и отдельных управляющих, и ослабить, а то и свести на нет поток заявок на инвестиции.

Кроме того, предложение со стороны предпринимателя как можно скорее подписать договор о конфиденциальности может помочь фонду заключить соглашение об эксклюзивности, которое гарантирует, что предприниматель не будет одновременно вести переговоры с другими потенциальными источниками инвестиций.

3.5.5.6. Отказ от предложения

Более 95% из числа предлагаемых фонду инвестиционных возможностей инвестирования не получают. Умение правильно отказать в деньгах составляет важную часть венчурного бизнеса. Следующие правила помогут снизить отрицательный эффект отказов:

1. Следует избегать общих и абсолютных утверждений. Отказ со стороны данной управляющей компании вовсе

не означает, что предложение вообще безнадежно. Это лишь решение конкретной команды управляющих, в условиях текущих целей инвестирования и в данной конкретной ситуации. Ведь может быть так, что все средства фонда уже полностью инвестированы, а управляющие продолжают рассматривать предложения только лишь с целью сохранения присутствия на рынке.

2. Стоит говорить «нет» на как можно более ранней стадии. С ранним отказом гораздо легче согласиться, чем с тем, который приходит после длительного и интенсивного общения в ходе тщательного изучения заявки. Обе стороны берегут столь ценное время, обсуждая самые важные, ключевые проблемы в самом начале переговоров. Компания, заинтересованная в инвестициях, может оказаться в сложном положении с наличностью и ликвидностью, если ожидаемые ею инвестиции не появятся, а иное развитие событий не предусматривалось; к тому же может возникнуть впечатление, что фонд намеренно затягивал принятие отрицательного решения, «выкручивая руки» компании.
3. Нужно стараться быть конструктивным и полезным предпринимателю. Если сделка не соответствует инвестиционным планам фонда, нужно подсказать предпринимателю направление развития, когда она может стать интересной для фонда или для коллег по венчурному бизнесу, банка, консультанта и т.п. Любая помощь со стороны одновременно создает фонду новые связи на будущее.
4. Нужно стараться не создавать фонду врагов. Многие сделки не могут состояться потому, что управляющий венчурными инвестициями не уверен в способности предпринимателя или команды топ-менеджеров компа-

нии обеспечить высокую доходность инвестированного фондом капитала. Предпринимателям, конечно же, не может нравиться, когда им говорят такое «в глаза», особенно в присутствии их собственной команды менеджеров. Задетое самолюбие может создать врага на всю жизнь. Если конструктивное обсуждение того, какие дополнительные навыки и умения необходимы в команде, чтобы компания стала эффективной, не находит отклика у предпринимателя, надо забыть об этой сделке и ее основном недостатке и попытаться найти какой-нибудь другой приличный повод для отказа от нее.

5. Следует обеспечить обратную связь. Если управляющий венчурным капиталом провел много времени, работая с предпринимателем и его компанией, то, наверное, они заслуживают того, чтобы фонд им все толком объяснил в случае, когда пришлось отказаться от инвестиции. Если эта сделка была кем-то рекомендована, то и референт должен получить надлежащую информацию по этому поводу. Если люди будут лучше понимать критерии, по которым управляющий венчурным капиталом принимает решения, это лишь укрепит положение на рынке как его лично, так и управляемого фонда, повысит качество потока сделок и уберезет от разочарований в будущем.
6. Всегда стоит вернуть компании заявку на инвестирование или бизнес-план. Эти документы – собственность компании. Когда принято решение не инвестировать, все документы, особенно конфиденциальные записи и копии заявки и бизнес-планов, должны быть возвращены компании или уничтожены. Это продемонстрирует уважение к собственности предпринимателя и добавит уважения к управляющему венчурным капиталом, а вдобавок сэкономит место на его рабочем столе и в файловых папках.

3.5.5.7. Отчетность

Обобщенные формуляры полученных фондом заявок на инвестиции должны регулярно подготавливаться для информирования инвесторов фонда о том, какова ситуация с продвижением сделок по этапам и с процедурами тщательного изучения по отдельным сделкам. Обзоры по заявкам со стороны новых компаний могут дать важную и полезную информацию о новых тенденциях в технологиях и на рынках. Информация о возможностях инвестирования на более поздних этапах может быть интересна для потенциальных стратегических инвесторов.

Фонды обычно готовят либо перечни с кратким описанием сущности проекта, либо графики, где данные разбиты по отраслям промышленности и этапам инвестирования. Понятно, что при подготовке отчетов и обзоров для инвесторов, которые – неожиданно для фонда – вполне могут стать публичными, фонд тщательно соблюдает требования о конфиденциальности, вытекающие из соглашений, заключенных с компаниями, представившими запросы на инвестиции.

Такие отчеты по потоку сделок могут помочь при мобилизации капитала фонда, поскольку они демонстрируют, что управляющий фонда способен заранее находить подходящие инвестиционные проекты в требуемом количестве.

Лекция 4.

Стадии развития компании с точки зрения потребностей в венчурном финансировании

Финансирование компаний осуществляется в несколько этапов и в основном распределяется в соответствии со стадиями развития компаний:

- Стартап и первый раунд финансирования.
- Период развития, или второй раунд.
- Период экспансии, или третий раунд.
- Период роста, или четвертый раунд.
- Выкупы с использованием заемных средств.
- Ситуации, требующие реструктуризации и оздоровления фирмы.
- Частное размещение.
- Публичные предложения и первичные размещения акций (РО и IPO).

Иногда некоторые этапы и раунды объединяются (например, второй и третий или третий и четвертый).

4.1. Стартап и первый раунд финансирования

Стартап (start-up) и первый раунд финансирования занимают два-три года и наиболее трудны в смысле получения необходи-

мых средств, так как мало кто готов поверить только в идею (стартап, как правило, означает именно идею, а не продукт). Факты говорят о том, что только незначительное число новых идей обладают потенциалом принести доход. Особенно трудно убедить в новой идее венчурного инвестора, ибо идеи к нему поступают постоянно, и некоторые из них являются хорошими, а некоторые – буквально бредовыми. Как правило, более разумно обратиться с новой идеей к родственникам или друзьям для получения «посевных» (seed) денег для «проращивания» идеи или же попытаться найти бизнес-ангела. Ключевым моментом данного этапа является получение модели или образца продукта, так как возникают перспективы возможностей маркетинга и производства.

Каждый, кто инвестирует в стартап, принимает на себя высокий риск и поэтому вправе рассчитывать на высокую награду. За прошедшие годы число инвесторов в стартапы в США увеличилось, и сейчас их доля доходит до трети по сравнению с былыми 10%. В Европе в 2007 г. доля инвестиций в ранние стадии составляла лишь 3,4%, однако следует учитывать, что в европейскую статистику включаются и прямые инвестиции, и выкупы. Так что шансы получить инвестиции в стартап все же есть.

4.2. Период развития, или второй раунд

Когда идея воплотилась в прототип продукта (хотя бы в виде модели) и имеются экономические расчеты и анализ рынка (хотя бы ориентировочные), шансы на получение венчурного капитала существенно возрастают. Тем не менее не так-то легко убедить инвестора, что идея, заработавшая в виде прототипа, может быть выведена на рынок и принесет прибыль. Как правило, в рамках второго раунда финансирования компании

требуется два-три года для достижения «точки безубыточности». Однако многим компаниям, вышедшим на второй раунд, достичь безубыточности так и не удастся. Венчурный капитал по-прежнему принимает на себя высокий риск и заинтересован в существенном возврате на инвестиции.

4.3. Период экспансии (расширения), или третий раунд

На этой стадии своего развития компания уже создала продукт или услугу и продает их на рынке с определенным успехом, перейдя через точку безубыточности. У компании появилась возможность заимствований, и при этом она нуждается в дополнительном финансировании для дальнейшего развития бизнеса. Здесь в большинстве случаев без венчурного капитала не обойтись. Компания в это время, как правило, все еще недалеко ушла от точки безубыточности по операционной деятельности, и доступ к банковскому капиталу существенно ограничен. Однако у предпринимателя уже имеется достаточно прочная позиция в переговорах с сообществом венчурных инвесторов, так как стоимость бизнеса и перспективы его роста могут быть оценены достаточно точно. Оценка компании существенно вырастает по сравнению с предыдущими стадиями, и акций можно будет продать меньше, оставив большую долю собственности в руках учредителей.

4.4. Период роста, или четвертый раунд

Когда компания работает успешно и генерирует прибыль, она все равно будет нуждаться в средствах для финансирования продолжения роста. Компания успешно прошла точку безубыточности и успешно «делает деньги» – теперь она стала весьма

привлекательной не только для сообщества венчурных инвесторов, но и для прямых инвесторов. Возможно, она ограничится продажей лишь небольшой доли в капитале для получения средств в существенном размере при условии сочетания роста акционерного капитала с ростом заемного. На этом этапе для ряда высокотехнологических компаний, работающих в странах с развитым фондовым рынком или привлекательных для инвесторов глобального рынка, доступной альтернативой прямым и венчурным инвестициям уже становится первоначальное предложение акций на продажу на публичном рынке (IPO). В любом случае завершением данного этапа должен стать выход учредителей и привлеченных на предыдущих этапах инвесторов компании – через продажу стратегическому инвестору или на публичном рынке.

4.5. Выкупы с использованием заемных средств

Выкуп компании у прежних владельцев (учредителей и инвесторов) с использованием заемных средств собственными менеджерами (MBO) или специальным фондом, привлечшим команду менеджеров извне (LBO), – это специальный случай. Профессиональные менеджеры могут пожелать сменить статус и вместо наемных работников стать предпринимателями, обратившись к венчурному инвестору для получения акционерного капитала, чтобы привлечь долг и выкупить компанию. Иногда это будет внешняя команда, знающая данный бизнес и умеющая управлять им эффективно, а иногда – менеджеры отделения более крупной компании, заинтересованные в том, чтобы выкупить данное подразделение и вести бизнес независимо от крупной компании. В случае малого бизнеса, это, как правило, команда менеджеров, не являющихся акционерами, желающая выкупить бизнес у прежних владельцев, заинтересо-

ванных в выходе из бизнеса. Многие венчурные инвесторы интересуются данным типом инвестиций, так как бизнес понятен, риски – умеренны, а высокий уровень финансового левериджа (financial leverage) предполагает возможность высокой доходности.

4.6. Ситуации, требующие реструктуризации и оздоровления фирмы

Некоторые венчурные инвесторы специализируются на финансировании реструктуризации бизнеса (turnaround) в том случае, если компания оказалась не в состоянии реализовать свой бизнес-план и продемонстрировать запланированные показатели, или попала в проблемную ситуацию, или близка к банкротству. Реструктуризация требует денег и поддержки менеджмента. Реструктуризация не проста в смысле организации финансирования, и только ограниченное число венчурных инвесторов готовы рискнуть, работая с данным типом инвестиций. Большинство венчурных инвесторов осознают, что в случае реструктуризации бизнеса имеются сотни возможностей для провала, при этом обычно рассматривается и осмысливается (в виде плана действий) не более 20, в то время как остальные могут проявиться в любой момент. Недостижение компанией показателей бизнес-плана может быть вызвано недостаточно хорошим менеджментом (тогда ситуацию нетрудно исправить) или же ошибками в бизнес-модели и выборе продукта, рынка или области бизнеса (тогда ситуацию исправить труднее, и более целесообразным может стать запуск новой компании). Презентация венчурному инвестору плана реструктуризации должна быть сосредоточена на новой управляющей команде: в нем должно быть подробно описано, как она сделает компанию прибыльной и что она предпримет для того, чтобы сделать это достаточно быстро.

4.7. Частное размещение

Одним из этапов успешного развития компании, еще до момента вывода ее на публичный рынок через IPO или продажи контроля стратегическому инвестору, может выступить частное размещение (private placement) акций или паев. На этом этапе компания, работающая с хорошей рентабельностью, прибыльная и обладающая потенциалом развития, получает возможность, не становясь публичной компанией (для этого требуется определенный масштаб операций и жесткие обязательства в области корпоративного управления – corporate governance), предложить часть своих акций (обычно неконтрольный пакет), выпущенных путем регистрации новой эмиссии, квалифицированным инвесторам. Этими инвесторами, как правило, выступают инвестиционные банки (которые организуют и само частное размещение), фонды прямых инвестиций или стратегические инвесторы.

Условием успеха частного размещения выступают хорошие финансовые показатели работы компании и перспективы ее роста. Именно на их основе инвесторы оценивают стоимость компании и определяют цену, которую они готовы заплатить за акции (паи), и определяют будущую доходность вложений. Для динамично развивающейся компании возможен целый ряд частных размещений, осуществляемых в течение нескольких лет. При этом стоимость акций (паев) может вырасти в несколько раз, снабжая компанию все более дешевыми финансовыми ресурсами (например, как показывает опыт компании «Тройка-Диалог» в случае с акциями компаний ВСМПО или АМТЕЛ).

Технологии рациональной организации частных размещений являются относительно сложными, а стоимость услуг в этой области может быть весьма высокой. Практика частных размещений в России пока не получила достаточного развития,

как по причине неготовности компаний, существующих в форме ООО или ЗАО, так и из-за того, что многие компании первоначально были созданы в форме открытых обществ и уже котируются на бирже.

Положительным моментом частного размещения становится также то, что часть инвесторов компании и/или ее учредителей получают возможность полного или частичного выхода из инвестиций еще до того, как наступит запланированный выход, а стратегические инвесторы или игроки публичного рынка акций получают возможность лучше узнать компанию и оценить ее возможности и перспективы. Сама компания получает возможность «подтягивать» качество своего корпоративного управления до уровня требований публичного рынка постепенно, накапливая опыт и завоевывая репутацию прозрачной и дружественной для инвесторов (*investor-friendly*) компании.

4.8. Публичные предложения и первичные размещения акций (РО и IPO)

Некоторые фонды венчурного капитала и фонды взаимных инвестиций (*mutual funds* или ПИФы), работающие на публичном рынке, специализируются на выпусках новых акций или на публичных предложениях уже выпущенных акций быстрорастущего бизнеса еще на втором-третьем раунде финансирования. Такого рода сделки случаются не постоянно, а время от времени, даже в странах с развитым фондовым рынком. Венчурный капитал в таких случаях заинтересован в существенном росте и разогретом рынке. Обычное же первоначальное публичное предложение акций (IPO), произведенное в конце четвертого этапа финансирования, может рассматриваться как венец развития новой компании и начало нового этапа корпоративной истории.

Условием IPO выступает акционирование (incorporation), перевод компании в правовую форму публичной компании. Первоначальному публичному предложению может предшествовать размещение акций среди группы квалифицированных инвесторов (private placement и trade sale), возможность которого связана с определенными требованиями к показателям работы и качеству корпоративного управления. Возможность IPO и новых выпусков акций публичных компаний также связана с этими требованиями, причем сразу же на довольно высоком уровне, чего бывает непросто достигнуть в короткий период подготовки к IPO.

Портфельные инвесторы публичного рынка играют существенную роль в цене привлекаемого капитала. При этом акции компании становятся доступными для неопределенно широкого круга внешних инвесторов, что влечет за собой как положительные, так и отрицательные последствия для компании. Публичное размещение, как правило, сопровождается включением акций компании в листинг биржи или вывод на внебиржевой рынок. После публичного размещения база инвесторов компании расширяется, и в их число входят как институциональные инвесторы, называемые «портфельными», так и индивидуальные инвесторы. Это, с одной стороны, повышает ликвидность акций (а следовательно, открывает перспективы роста их цены, что выгодно акционерам и самой компании, позволяя привлекать больше средств при новых эмиссиях и заемном финансировании), а с другой стороны, сохраняет контроль над компанией для «старых собственников», в то же время открывая внешним инвесторам путь к получению контроля над компанией, недружественным слияниям и поглощениям.

При IPO компания, как правило, по чисто техническим причинам получает 15–20%-ную премию к цене, так как

инвесторы оценивают ее на основе не уже достигнутых, а прогнозных финансовых данных. Основной проблемой IPO выступает обеспечение роста цены и ликвидности акций, которые зависят от масштабов операций компаний. В России пока произошло немного IPO, а те, что были осуществлены на российском, а не на ликвидных рынках за границей, – скорее можно назвать «искусственными». Имеются специальные технологии повышения цены акций компаний, выводимых на IPO (их, например, использовал сингапурский фонд Templeton в отношении розничной сети «Перекресток» или шинной компании «АМТЕЛ» и др.), технологии повышения ликвидности акций (например, использование так называемых якорных инвесторов (anchor pre-IPO investors) или методы ускоренного роста цен акций при инвестировании в них через безрисковые конвертируемые инструменты (например, примененные «Менатепом» в сотрудничестве с UBS Warburg для нефтяной компании «ЮКОС»).

Институциональные портфельные инвесторы как бы «живут в симбиозе» с компанией. Портфельные инвесторы публичного рынка, в отличие от прямых, делают ставку не на возможность развития активов компании за счет внешних инвестиций, которые предоставляет прямой инвестор, а на перспективы развития самой компании за счет собственных и заемных средств, а также на благоприятную конъюнктуру на фондовом рынке. Портфельные инвесторы работают через:

- инвестиционные фонды и компании, (например, по линии работающих в России зарубежных фондов, таких как Pioneer, или российские инвестиционные фонды, работающие по поручению зарубежных инвесторов, например, Тройка-Диалог);

- брокерские дома, которые покупают акции через частные размещения и первоначальные публичные предложения;
- российские биржи и внебиржевой рынок по акциям, находящимся в листинге и постоянно торгуемым на рынке;
- паевые (взаимные – mutual) инвестиционные фонды, открытые для иностранных инвесторов;
- а также через листинг на зарубежных биржах, выпуск американских и глобальных депозитарных расписок (American Depositary Receipt (ADR) и Global Depositary Receipt (GDR)) или зарубежный внебиржевой рынок.

Портфельному инвестору, как правило, не требуется большого пакета акций одной компании, и предпочтительным является формирование портфеля из сравнительно небольших пакетов акций нескольких компаний (это позволяет снизить риск, а также повышает ликвидность портфеля). Поэтому прямые инвесторы предпочитают не вкладывать в компании, акции которых уже представлены на рынке. То, что портфельные инвесторы зачастую вкладывают в компании, руководствуясь лишь формальными критериями ее оценки, позволяет реализовывать необычные схемы. Например, зарубежное финансирование привлекается к небольшим российским компаниям, работающим в области высоких технологий (и имеющим мало шансов для привлечения инвестиций на публичном рынке или напрямую от зарубежного прямого инвестора), через зарубежные компании, для которых российская компания выступает филиалом или отделением. Если эти зарубежные компании уже представлены в листинге зарубежной биржи, то инвесторы зачастую принимают решение об инвестировании в их акции не на основе анализа реальной эффективности работы компании, а

лишь базируясь на сравнении объемных показателей ее работы с аналогичными компаниями. Консолидация бизнеса российской компании может позволить существенно улучшить объемные и маржинальные финансовые показатели, при этом компания будет продолжать восприниматься рынком как иностранная и, следовательно, менее рискованная, чем российская.

Компания, которая решается на привлечение средств через публичное размещение акций, должна:

1. Отвечать ряду требований, выдвигаемых инвесторами публичного рынка, и прежде всего в области корпоративного управления.
2. Иметь в наличии пакет акций, готовый к размещению (выпущенный и соответствующим образом зарегистрированный), или по крайней мере получить согласие уже существующих акционеров на выпуск новых акций в форме решения совета директоров о новом выпуске акций.
3. Выработать эффективную программу повышения ликвидности и стоимости акций на период после IPO.

Основными направлениями такой программы должны стать:

- повышение информационной открытости эмитента;
- формирование «истории успеха» для инвесторов;
- грамотные действия на фондовом рынке.

Подобные программы оказываются успешными даже для небольших и средних компаний, например таких, как центральный универмаг Москвы (ЦУМ) или Казанская городская телефонная сеть (ГТС), для которых еще в 1996 и 1998 гг. были

выпущены Американские депозитарные расписки, которые с тех пор котируются на ведущих биржах Западной Европы и внебиржевом рынке (over-the-counter (OTC) market), например, Euroclear.

В заключение необходимо отметить, что выход на зарубежный рынок немаловажен для имиджа компании и ее будущего, но, к сожалению, не всегда приводит к существенному росту стоимости компании, несмотря на хорошие фундаментальные показатели, из-за низкой ликвидности и недостаточного размера компаний развивающихся рынков.

Лекция 5.

Отрасли и продукты, привлекательные для венчурного финансирования

5.1. Привлекательность отраслей

Можно подразделить отрасли, с точки зрения их привлекательности для венчурного финансирования, на три условные категории:

- Привлекательные.
- Непривлекательные.
- Нейтральные.

5.1.1. Привлекательные

Большая часть венчурных инвесторов заявляют, что они заинтересованы в инвестициях основной части средств, которыми они располагают, в высокие технологии (high technology products). Обычно это означает ориентацию на продукцию для промышленности – business-to-business, B2B (например, роботы), а не для потребительского рынка – business-to-consumer, B2C (например, тостеры).

5.1.2. Непривлекательные

Большая часть венчурных инвесторов не финансирует в розничную торговлю, и даже если речь идет о новых торговых

технологиях, найти инвестора будет непросто. Некоторые венчурные фонды инвестируют в розничную торговлю, но специальную, например, в торговлю медицинскими товарами. В оптовую торговлю венчурные инвесторы вообще не инвестируют, и инновации в сфере дистрибуции также не вызовут энтузиазма.

5.1.3. Нейтральные

Только ограниченное число фондов венчурного капитала инвестирует в добывающую промышленность. Индустрия развлечений также трудна для привлечения венчурного капитала. Компании, продающие услуги, менее интересны, с точки зрения венчурного финансирования, чем компании, производящие продукты. Ограниченное число венчурных фондов инвестирует в недвижимость, но, даже в этом случае, как правило, доля подобных активов в портфеле не превышает 20%. Только компании, специализирующиеся в LBOs и реструктуризации, не ограничиваются какими-то отдельными отраслями.

5.2. Специфика продукта, привлекательного для венчурного финансирования

Как уже говорилось выше, венчурным инвесторам продукты нравятся больше, чем услуги. Можно выделить четыре категории продуктов, которые предпочитают венчурные инвесторы:

- Революционные.
- Инновационные.
- Эволюционные.
- Продукты-заменители.

5.2.1. Революционные

Революционные продукты наиболее трудны для финансирования. Электрическая лампочка, телевизор, телефон, фото – и кинокамеры, ранние автомобили, являются примерами революционных продуктов, которые в существенной мере изменили жизнь людей. Современная компьютерная промышленность также родилась в результате финансирования революционного продукта. Другим примером выступают продукты генной инженерии. Все революционные продукты в ходе развития потребляют огромные объемы капитала. Для развития революционных продуктов требуется длительный период финансирования до того момента, когда они начнут приносить прибыль.

5.2.2. Инновационные

Инновационные продукты и есть те, которые предпочитают венчурные инвесторы. Примеры – фотокамера для моментальной фотографии, персональный компьютер, цветное телевидение, флуоресцентные лампы – представляют собой эволюционную стадию развития некогда революционных продуктов. Изменение в продукте было достаточно существенным для того, чтобы породить новый спрос на рынке, но недостаточно революционное для того, чтобы потребовались существенные исследования и финансирование в течение длительного времени.

5.2.3. Эволюционные

Эволюционные продукты – это более дешевые или более качественные продукты (ранее выступившие инновационными), которые предпочитают многие венчурные инвесторы. В случае эволюционных продуктов компания, их разрабатывающая,

предпочитает обгонять конкурентов на год, а не на пять или десять лет. При наличии эволюционного продукта и агрессивной команды менеджеров управляющий венчурным капиталом легко верит, что такое лидерство сравнительно нетрудно сохранить и за счет этого достичь существенных прибылей в короткий срок.

5.2.4. Продукты-заменители

Некоторые венчурные инвесторы финансируют только данный вид продуктов. Например, можно встретить фонды, которые при финансировании сети быстрого питания предпочтут замену бургеров цыплятами или китайскими блюдами. Как правило, это специалисты по LBOs, которые поддерживают новую агрессивную команду менеджеров, готовых приобрести старую и отсталую фирму и сделать ее процветающей путем «переупаковки» продукта в соответствии с современными требованиями.

Если новый продукт конкурентоспособен на рынке большего размера, то его шансы получить финансирование выше, поэтому все венчурные инвесторы заинтересованы в существенном росте новых компаний, а следовательно, в рынках заметного размера. Даже если рынок растет с темпом 15–20% в год, но размер его всего 20–30 млн долл., управляющий венчурного фонда вряд ли заинтересуется возможностью стать лидером на таком незначительном рынке.

При этом надо иметь в виду, что характеристикой высокой доли на рынке являются всего 15–20%, так как в данном случае у компании есть перспектива роста доли. В случае же если доля на рынке превышает 15–20%, то речь, скорее всего, будет идти о потере доли рынка в перспективе по мере развития конкуренции, и такие рыночные позиции разочаруют инвесторов

последних стадий финансирования (начиная с третьей) и особенно инвесторов публичного рынка. Примером справедливости этого утверждения служит то, что, став публичной компанией с высокой долей на рынке, «Вимм-Билль-Данн» долго не могла обеспечить устойчивого роста цены на акции и сумела переломить ситуацию только после снижения этой доли до 25%. Похожая ситуация и с российской компанией «Балти-мор», которая также долго не могла привлечь стратегического инвестора или выйти на публичный рынок.

Лекция 6.

Возможности рынка венчурного капитала

Решая вопрос о целесообразности поисков венчурного финансирования, необходимо оценить возможности рынка венчурного капитала, рассмотрев существующую на нем ситуацию по целому ряду аспектов:

- Наличие венчурного капитала.
- Возможности, предлагаемые предпринимателю.
- Преимущества и возможности синдикации и соинвестирования.
- Доступность венчурного капитала.
- Объемы, на которые можно рассчитывать и которые следует запрашивать.
- Особенности локального рынка венчурного капитала (на примере России).

6.1. Наличие венчурного капитала

Существенный рост доступности венчурного капитала в мире в последние десятилетия был вызван целым рядом причин, и прежде всего связанных с изменениями в законодательстве США. Во-первых, в связи со снижением налогов на доход на прирост капитала выросла заинтересованность в инвестициях в венчурные фонды. Инвесторы стали искать возможности обеспечения долгосрочной доходности вложений в виде прироста капитала, так как в этом случае текущие налоги

существенно снижались. Во-вторых, в 1980-х годах в США правительство разрешило пенсионным фондам вкладывать малую долю их активов в высокорисковые венчурные компании. На практике речь идет всего лишь о 2%, но следует учесть, что пенсионные фонды распоряжаются сотнями миллиардов долларов. В последующем аналогичные изменения были введены и во многих других странах и привлекли к рынку венчурного капитала большой интерес со стороны институциональных инвесторов. Вследствие улучшения обстановки фонды венчурного капитала не встречали больше значительных трудностей в привлечении средств, и предприниматели получили доступ к фондам существенного размера для финансирования развития и роста своих проектов.

6.2. Возможности, предлагаемые предпринимателю

Таким образом, возможности привлечения венчурного капитала выросли уже с конца 1980-х годов, и по времени это совпало с тем, что многие развитые страны перешли к постиндустриальной стадии развития. Существенный экономический рост связывался с развитием отраслей электроники и обработки информации, а любой рост всегда создает новые возможности. Другие новые возможности порождались процессами реструктурирования традиционных отраслей и многочисленными сделками слияний и поглощений (M&A), финансируемых за счет долга (LBO). Большие компании начали выделять бизнес-подразделения для оптимизации финансового управления, что также дало новые возможности и привело к появлению новых компаний.

К началу 1990-х годов дети «бэби-бума» 1960-х достигли зрелости, и для них вопрос о создании собственного бизнеса

встал довольно остро: сейчас или никогда. В условиях снизившихся кредитных ставок цены компаний выросли. По причине роста цен на компании многие собственники стали заинтересованными в продаже своего бизнеса. Рост предложения вызвал еще больший рост спроса, и число покупателей превысило число продавцов. Увеличение числа желающих приобрести бизнес вызвало увеличение спроса на венчурный капитал и породило конкуренцию на данном рынке.

6.3. Преимущества и возможности синдикации и соинвестирования

Преимущества и возможности синдикации и соинвестирования очевидны, так как управляющие венчурным капиталом получают возможность распределять риски, что облегчает принятие инвестиционных решений, а предприниматель получает в свое распоряжение кумулятивный опыт, наработанный венчурными инвесторами, который может быть использован в целях увеличения стоимости бизнеса.

Возможности инвестирования в одну конкретную компанию существенно ограничены размером венчурного фонда. Как правило, не принято инвестировать больше 5–10% (в крайнем случае, 15%) объема фонда в одну компанию, а число крупных фондов на рынке невелико. Кроме того, многие фонды и венчурные подразделения банков искусственно ограничивают объем своих инвестиций в компанию долей 30–50% от общей требуемой компанией суммы инвестиций.

6.4. Доступность венчурного инвестора

Несмотря на существенные объемы доступного на рынке венчурного капитала, по-прежнему существует острая конку-

ренция между предпринимателями, пытающимися его привлечь. Проблемой является и отсутствие достаточного числа опытных специалистов, требующихся для рассмотрения заявок на финансирование, так как их число отстает от роста венчурного бизнеса и ограничено финансовыми ресурсами, которыми располагает фонд в виде фиксированной комиссии за управление.

Поэтому предпринимателю часто приходится работать со специалистами младших рангов, не принимающими решений, говорящими «да», которое ничего не стоит, так как легко перевешивается «нет» со стороны специалистов более высокого ранга. Избежать этой проблемы невозможно, и следует предпринять все возможные усилия, чтобы как можно быстрее выйти на уровень общения с лицами, принимающими решение в фонде венчурных инвестиций.

6.5. Объемы, на которые можно рассчитывать и которые следует запрашивать

Объемы, на которые можно рассчитывать и которые следует запрашивать, всегда трудно оценить, особенно на ранних стадиях развития бизнеса. Вот основные правила, о которых следует помнить при привлечении инвестиций:

- Запрашиваемых денег должно гарантированно хватить для перехода к следующему раунду финансирования.
- Чем больше денег требуется привлечь, тем с большей долей в компании придется расстаться.

Наиболее трудно привлечь инвестиции на первой стадии развития компании (стартап). Не менее трудно привлечь достаточно средств и на второй стадии – для финансирования роста компании. На каждой стадии следует привлекать средства

в объеме, достаточном для достижения следующей стадии и привлечения финансирования по более низкой цене. На первой стадии, как правило, приходится продать не менее 30–40% компании, но тогда для финансирования второй стадии будет достаточно заплатить 10–20%, и т.д.

Не стоит поддаваться на уговоры управляющего венчурным капиталом сократить требуемый бюджет финансирования роста или «жадничать» самому. При недостатке финансирования привлечение дополнительных средств, как правило, обходится дороже, чем первоначальных, или вовсе невозможно, что может привести к потере и списанию всех ранее сделанных в компанию вложений.

6.6. Особенности локального рынка венчурного капитала (на примере России)

6.6.1. Фонды прямых инвестиций

В качестве основного источника венчурного капитала в России пока выступают частные фонды прямых инвестиций – прежде всего зарубежные, а также российские. Зарубежные фонды прямых инвестиций представляют собой стандартные механизмы, механика работы которых достаточно известна, но которую, тем не менее, следует хорошо понимать. Многие российские фонды прямых инвестиций по-прежнему являются как бы квази-фондами и пока еще не приобрели институционального характера. Под «фондом прямых инвестиций» в России часто понимается нечто среднее между тем, что называлось «финансово-промышленной или банковско-промышленной группой», и «крупной компанией-экспортером или естественной монополи-

ей». Основная особенность российских фондов заключается в том, что ответственность за управление активами, принятие инвестиционных решений и управление фондом не разделяется, и управляющие компании фондов часто выступают в роли управляющих компаний промышленного, торгового или сервисного холдинга или конгломерата. Решения в них принимаются не независимыми членами инвестиционного комитета, а топ-менеджерами, а иногда и непосредственно собственниками.

Ключевой проблемой для фондов прямых инвестиций, работающих в России, выступает вопрос выхода из инвестиций (из-за неразвитости фондового рынка, все еще низкого уровня качества корпоративного управления, не отвечающего стандартам зарубежных бирж, неурегулирования вопросов рейдерства, и т.п.), в то время как вопросы уникальности продукта, менеджмента и доходности менее значимы:

- Почти все новые продукты или бизнесы, копирующие принятые на Западе бизнес-модели, оказываются уникальными для локального рынка.
- Российский менеджмент уже доказал свою успешность, в короткие сроки создав компании, ставшие игроками глобального рынка (например, в отраслях нефти и газа, металлургии, химии, пива или телекоммуникаций).
- Доходность проектов российского бизнеса весьма высока, как вследствие незрелости рынка, так и избытка денег и высокого уровня инфляции в стране на фоне высоких мировых цен на сырьевые экспортные товары.

Зарубежным источником венчурных и прямых инвестиций (венчурным и прямым инвестором) в российские компании, как правило, выступает частный инвестиционный фонд, созданный

в основном из средств портфельных инвесторов, являющихся его акционерами. Фондом управляет управляющая компания, существующая в форме представительства оффшорной компании, которая вступает в отношения с российскими компаниями, заинтересованными в получении инвестиций, оценивает проекты, готовит инвестиционные решения (решения принимаются инвестиционным комитетом, включающим представителей акционеров и независимых специалистов), осуществляет мониторинг работы компаний и организует выход инвесторов из проекта.

Фонд прямых инвестиций может быть специализированным или представлять собой часть фонда, осуществляющего финансовые инвестиции в других формах, например, портфельные инвестиции. Инвесторы, наделившие фонд средствами, рассчитывают на то, что они вернуться к ним с доходностью, существенно превышающей общемировой средний уровень возврата на вложения в торгуемые акции, составляющий 14–15% годовых.

Понятно, что работа в России, как и на всех развивающихся рынках, пока является высоко рискованной, и инвесторы не вложили бы в фонд средства, если бы ожидаемая доходность не была существенно выше средней. В качестве основных источников повышенной доходности, как правило, рассматриваются следующие: недооценка активов российских предприятий; высокий потенциал роста в условиях преодоления кризиса, приведшего к существенному падению всех показателей; особенности и возможности выхода из инвестируемой компании, позволяющие (при приведении компании в порядок) продать пакет акций по цене, соответствующей среднему мировому уровню.

6.6.2. Требования инвестора к компании и его пожелания

Рассматривая поступившие предложения, инвестор хочет видеть в компании:

- Масштаб и перспективы роста с точки зрения потоков наличности.
- Открытость и понятность бизнеса, четко сформулированную стратегию развития.
- Опытный и успешный менеджмент; учредителей и владельцев компании, готовых к сотрудничеству.
- Хорошие позиции в бизнесе и правительстве (на местном или федеральном уровне).
- Отсутствие какого-либо криминала или нарушений налогового и гражданского законодательства в работе компании.
- Определенный уровень корпоративной культуры (выполнение данных обещаний, знание иностранных языков, высокий профессионализм и знание деловых обычаев).

Анализируя компанию, венчурный или прямой инвестор обычно стремится понять, чем же именно обладает компания и что она может предложить в будущем публичному или стратегическому инвестору. Как правило, это может быть набор продуктов и услуг определенного уровня качества, каналы дистрибуции или доля на рынке. Компания должна четко представлять свои рыночные позиции по отношению к конкурентам и перспективы их изменения.

6.6.3. Проблемы приватизации

Обычными стали обвинения журналистами зарубежных инвесторов в попытке скупить российские компании за бесценок. Эти обвинения неоправданны, так как бизнес нельзя оценивать с общеморальных позиций. Правилами игры является то, что необходимо покупать дешевле и нельзя платить за компанию больше, чем она стоит здесь и сейчас, иначе не удастся максимизировать прибыль и это сделает другой, а компания-инвестор разорится. Существующие скандалы с приватизацией вызваны скорее не прямыми происками зарубежных инвесторов, а неумением государственных органов организовать продажу компаний таким образом, чтобы страна получила максимум или даже чтобы сделка вообще получилась. Большинство обвинений банкиров и инвесторов в сговоре с государственными чиновниками как раз и связано с тем, что чиновники вообще часто не в состоянии самостоятельно организовать продажу большой компании. Сговор дает определенный выход из тупика, и продажа может состояться, однако участники сговора неизбежно получают преимущества, и потери государства при таком подходе также неизбежны. Выхода из этой ситуации нет, и только время, позволяющее чиновникам приобрести опыт, привлечение действительно независимых консультантов на конкурентной основе, четкий мониторинг их работы и отказ от идеи приватизации к плановому сроку – все это может позволить приватизировать компании эффективно.

6.6.4. Преимущества сотрудничества с инвесторами

Можно назвать целый ряд преимуществ, которые несет ориентация на сотрудничество с венчурными и прямыми инвесторами:

- Возможность сохранения контроля над собственным бизнесом. Венчурные и прямые инвесторы, как правило, не заинтересованы в получении контроля над компанией, и для небольших компаний им достаточен блокирующий пакет, а для больших компаний с ликвидными акциями не требуется и этого. Дело в том, что инвестор не пытается рассматривать себя в качестве специалиста в той области деятельности, в которую осуществляется инвестиция. Напротив, принимая решение об инвестициях, венчурный или прямой инвестор в качестве одного из важнейших критериев оценивает качество управления компанией (как со стороны владельцев, так и менеджмента) и заинтересован в том, чтобы существующие владельцы и менеджеры не утратили интереса и ответственности за развитие компании.
- Венчурный и прямой инвестор принимает решение на основе оценки компании. При этом если компания знает сумму инвестиций, требуемых для реализации программы развития, инвестор назовет размер пакета акций. В случае, когда компания определила долю акций, которую она готова уступить инвестору, последний назовет сумму инвестиций, но этот способ не так надежен, как предыдущий, потому что при таком подходе привлеченных денег может не хватить для перехода к следующему этапу развития компании и новому раунду финансирования.

- Инвестируемые средства выглядят для компании как бы бесплатными, так как инвестор не рассчитывает на дивиденды и решает вопрос получения прибыли самостоятельно, продавая приобретенный пакет через несколько лет в рамках выхода из инвестиции.
- Средства, предоставленные прямым инвестором, как правило, имеют форму наличных и могут использоваться компанией наиболее гибким образом (в отличие от зарубежных кредитов, как правило, являющихся связанными). Среди возможных направлений использования средств можно назвать приобретение технологического оборудования и оплату строительства (при этом инвестор будет готов на то, чтобы предоставленные им наличные были использованы в качестве авансового платежа по контрактам, предполагающим кредит поставщика), развитие дилерской сети, пополнение оборотного капитала (без ограничений на выбор поставщиков), приобретение долей и акций в других компаниях.
- Получение средств от венчурного или прямого инвестора, как правило, не предполагает оплаты каких-либо комиссий инвестору, и последний полностью сам покрывает свои затраты на организацию сделки (за исключением случаев, когда об этом с самого начала имеется договоренность или когда данные, представленные компанией для оценки, не соответствуют действительности).
- Средства венчурного или прямого инвестора могут прийти в компанию достаточно быстро. Как правило, анализ компании и проекта до момента, пока инвестор не примет на себя обязательства по инвестированию (commitment), не превышает полутора месяцев.

Еще два-три месяца до момента поступления средств в компанию может занять юридическое оформление сделки.

- Интересы венчурного или прямого инвестора и владельцев компании совпадают, так как и те и другие заинтересованы в росте компании и повышении ее рыночной стоимости.
- Осознавая интересы собственников, венчурный или прямой инвестор часто идет на то, чтобы определенная часть приобретаемых акций была выкуплена непосредственно у владельцев компании.
- Специалисты управляющей компании фонда всегда будут готовы оказать компании помощь и содействие в оценках инвестиционных проектов компании или в организации покупки других компаний, а также в привлечении других инвестиций.
- Для венчурного или прямого инвестора не станет препятствием сложность организационной структуры компании, которая может включать в себя до нескольких десятков российских и зарубежных (в том числе и оффшорных) фирм – как прозрачных, так и серых, не афишируемых перед налоговыми органами. Тщательность, с которой прямые инвесторы подходят к юридическому оформлению сделки, гарантирует, что компания и другие акционеры будут иметь возможность полностью защитить свои интересы.
- Участие представителей управляющей компании фонда в работе совета директоров (как непосредственно, так и через консультантов, которые будут привлечены прямым инвестором за свой счет) будет способствовать формированию корпоративной культуры компании,

уточнению и формулированию ролей владельцев и менеджмента, уточнению и выработке предложений по развитию стратегии компании.

- Помимо участия в работе совета директоров и повышения общего уровня корпоративной культуры инвестор в рамках работы по повышению стоимости компании будет настаивать на переходе на бухгалтерский учет по международным стандартам, а также на международный аудит компании.
- Прямой или венчурный инвестор предложит компании обратиться к услугам ведущих консультантов в области развития данного вида бизнеса и управления им. При этом инвестор будет готов на оплату части затрат по найму консультантов за свой счет. Наконец, инвестор предложит компании систему поощрения для высших менеджеров, построенную на том, чтобы сделать их акционерами и заинтересовать в достижении высоких конечных результатов работы компании, и прежде всего в росте рыночной стоимости и прибыльности, а также окажет содействие в ее внедрении.
- Ориентация венчурного или прямого инвестора на долговременное сотрудничество в развитии компании с целью повышения ее рыночной стоимости при сознательном отказе от контроля над компанией означает, что все основные его шаги будут согласованы как с владельцами, так и с менеджерами компании и что представители инвестора постараются избежать любой конфронтации.
- По завершению периода пребывания в качестве акционера компании и после продажи своей доли венчурный или прямой инвестор не только по согласованию с ком-

панией найдет нового инвестора – прямого, стратегического или портфельного, работающего на публичном рынке, – но и окажет заинтересованным владельцам компании помощь в продаже согласованной части их доли и обеспечит организацию продажи таким образом, чтобы текущие котировки акций компании не претерпели значительного падения.

6.6.5. Трудности в работе компаний с венчурными или прямыми инвесторами

Работа компании с венчурными или прямыми инвесторами может быть связана и с определенными трудностями:

- Венчурные или прямые инвесторы зачастую ведут себя как капризные невесты с завышенными требованиями.
- Венчурный или прямой инвестор редко начнет работу по анализу компании и проекта, если ему не представлена детальная исходная информация: история компании и структура собственности; характеристики финансового положения компании за несколько последних лет с указанием реальных цифр, а не тех, что сообщаются налоговым органам; четкая программа развития компании на несколько лет и инвестиционная программа, описывающая потребность в средствах и их источники.
- Подготовка таких материалов может быть сопряжена со значительными затратами, так как потребуются привлечение профессиональных консультантов или аудиторов.
- Венчурные, а тем более прямые инвесторы редко инвестируют в только что стартовавшие компании. Исключением, пожалуй, может быть только случай, когда

новый проект реализуется компанией, уже подтвердившей свой опыт и успех в реализации подобных проектов в других странах.

- При принятии инвестиционных решений венчурные и прямые инвесторы заинтересованы в определенном соотношении объема инвестиций уже достигнутым показателям работы компании, а также перспективам их роста. При этом высокие накладные затраты инвестора приведут к тому, что он будет не заинтересован в инвестициях, объем которых ниже 3–5 млн долл. для венчурного инвестора и 7–10 млн долл. для прямого. Для того чтобы получить такой объем инвестиций, компания должна иметь фактическую валовую прибыль в объеме не менее 35–45% требуемых инвестиций, а также перспективы увеличения объема продаж не менее чем вдвое за ближайшие два-три года.
- Владельцам компаний также придется смириться с тем, что основная часть прибыли, получаемой в течение времени пребывания венчурного или прямого инвестора в компании, будет реинвестироваться (так как инвестор – как, впрочем, и другие акционеры компании – заинтересован прежде всего в повышении стоимости компании за счет ее скорейшего развития), и тем самым будут ограничены возможности по отвлечению средств на потребление.
- Венчурный или прямой инвестор будет заинтересован в установлении четкого контроля над всеми финансовыми потоками компании и, возможно, будет настаивать на привлечении в компанию высококвалифицированного специалиста на должность финансового директора (chief financial officer, CFO).

- Условием начала работы венчурного или прямого инвестора с компанией будет подписание договора об эксклюзивности. Таким образом, компания лишится возможности ведения параллельной работы с другими потенциальными инвесторами в течение достаточно длительного периода времени (от четырех до восьми месяцев в зависимости от сложности сделки).

6.6.6. Условия работы инвестора в компании и правила, которыми он руководствуется

Простым ключом к пониманию преимуществ венчурных и прямых инвестиций является то, что остальные акционеры действительно могут рассматривать инвестора в качестве своего равноправного партнера. Права и обязанности, которые приобретает инвестор в качестве акционера, в основном не отличаются от тех, что имеют другие акционеры (за исключением прав на преимущественный выход из инвестиций). Становясь партнером компании, венчурный или прямой инвестор, как и другие акционеры, получает право рассчитывать на определенную доходность инвестиций. Если эта ожидаемая доходность не соответствует инвестиционным критериям прямого инвестора, инвестиции просто не будет. Если же инвестиция произошла на согласованных партнерами условиях, то нет смысла обижаться на то, что доходность, причитающаяся всем акционерам, будет одинаковой, несмотря на чью-то большую долю или более длительный срок пребывания в компании.

Венчурный или прямой инвестор, приобретая долю в компании и профинансировав программу ее развития, рассчитывает, что эту долю можно будет продать через несколько лет через фондовый рынок стратегическому или другому финансовому инвестору по цене, значительно превосходящей цену покупки. Понятно, что

инвестор стремится найти недооцененные компании со значительным потенциалом роста. Для венчурного или прямого инвестора важно участвовать в управлении компанией, для чего ему в большинстве случаев требуется доля в размере как минимум блокирующего пакета (но, как правило, не более контрольного) и соответствующее представительство в совете директоров компании.

6.6.7. Действия компании – получателя иностранных инвестиций

Главное, что должна четко понимать российская частная компания (или компания с других развивающихся рынков) в том случае, если она действительно решила взяться за поиск и привлечение иностранных инвесторов – все процедуры необходимо выполнить в полном объеме, иначе положительного результата от этой работы достигнуто не будет.

Приняв подобное решение, придется пойти на ряд затрат, в том числе: на оплату консультантов, которые помогут уточнить и четко сформулировать стратегию развития компании; на аудиторов, которые проверят ее правовой статус и оценят финансовое состояние в соответствии со стандартами международного учета; на оплату финансового консультанта, который поможет компании работать с инвестором на стадии переговоров и заключения сделки об инвестициях (если компания не имеет опыта привлечения инвесторов или не чувствует уверенности в собственных силах); на юридических консультантов, которые смогут правильно сформулировать и отстаивать интересы компании перед инвестором.

Главной ошибкой российских компаний является то, что привлечение внешнего инвестора не становится осознанной

необходимостью и зачастую имитируется, как своего рода дань моде. При этом если процедура случайным образом прерывается, то немедленно теряются результаты, уже достигнутые на предыдущих этапах. Это может случиться из-за неудачных переговоров с инвестором или просто по причине общей расхлябанности и несобранности.

В стратегии развития компании невозможны остановки для того, чтобы оглядеться. Здесь, как уже говорилось выше, как на войне: компания может находиться либо в наступлении, либо в обороне, используя это время для подтягивания резервов. Поэтому, в частности, однажды составленный бизнес-план или отчет о финансовых результатах должны обновляться на регулярной основе – по крайней мере один раз в полгода, иначе ценность их для потенциального инвестора пропадет из-за потери актуальности, так как компания, задумавшаяся о привлечении инвестора, как правило, находится в фазе быстрого роста и изменяющейся рыночной позиции.

6.6.8. Нежелательная практика отношений российских компаний с иностранными инвесторами

В России уже сформировался и используется определенный набор инструментов обмана иностранных инвесторов.

Прежде всего, это «вытягивание» показателей оценки (valuation) компании к моменту, на который она производится, когда несколько показателей, например, объем продаж или прибыль, искусственно завышаются с ущербом для всех других показателей.

Другой трюк также основан на имитации успешности и заключается в том, что вся проектная и финансовая документация компании оформлена безупречно, но стратегия развития компании построена таким образом, что все заработанные компанией средства постоянно реинвестируются, поэтому прибыль и, следовательно, стоимость компании невозможно зафиксировать в течение длительного периода времени, а оценка работы компании осуществляется на основе роста объемных показателей. При этом для небольшой команды топ-менеджеров появляется возможность в течение длительного периода времени получать высокую зарплату, фактически не отвечая за конечные результаты работы, в которых заинтересованы инвесторы, т.е. за выращивание стоимости бизнеса, а при кризисе компании сослаться на то, что нормальный бизнес в России невозможен, и сменить место работы.

Следующая группа подобных способов связана с искусственными слияниями, поглощениями и продажами компаний. Один такой метод основывается на включении российской компании в листинг второразрядной зарубежной биржи через обмен акциями (swap) с зарубежной компанией и продаже акций этой компании, исходя из удельных натуральных, а не финансовых показателей работы, о чем уже говорилось выше.

Лекция 7.

Техника венчурного финансирования

7.1. Финансовые инструменты, используемые в венчурном финансировании

В практике венчурного финансирования используется четыре базовых типа финансовых инструментов:

- Обыкновенные акции.
- Привилегированные акции.
- Конвертируемые долговые инструменты.
- Комбинации нот и варрантов.

Каждый из них имеет свои преимущества и недостатки.

7.1.1. Обыкновенные акции

Простые, или обыкновенные, акции (в США эти акции называются «common stock/shares», а в Великобритании – «ordinary shares») – это ценные бумаги, подтверждающие наличие доли собственности в частной компании. В акционерном обществе открытого типа это акции, которые свободно продаются и покупаются на фондовых рынках. Их собственники имеют право голосовать при избрании совета директоров и обсуждении других важных вопросов на собраниях акционеров, а также получать на них дивиденды (хотя обыкновенные акции не гарантируют получения дивидендов или других форм дохода на инвестиции). При ликвидации компании держатели простых акций получают выплаты после банков, держателей облигаций и привилегированных акций.

Этот вид акций предпочитает большинство предпринимателей, привлекающих венчурный капитал. При их покупке главный вопрос – это цена. Венчурный инвестор сможет получить контроль над бизнесом, если владеет 51% или большей долей акций. Тем ни менее, как правило, венчурному или прямому инвестору требуются дополнительные уступки со стороны других акционеров, связанные с передачей контроля в случае, если дела компании идут не так, как планировалось, или выход из инвестиций задерживается. Если не достигнуты поставленные перед компанией цели, то у инвестора появляется возможность продать обыкновенные акции самой компании, однако чаще инвестор потребует передать все акции других акционеров в трастовое управление, и доверительный управляющий будет голосовать этими акциями.

7.1.2. Привилегированные акции

Привилегированные акции (preferred stock/shares, или preference shares) – тип акций, имеющих ряд преимуществ перед обыкновенными акциями, включая приоритеты в получении дивидендов и/или в случае ликвидации бизнеса. Они также могут быть приобретены фондом венчурных инвестиций при определенных условиях. Во-первых, придется платить дивиденды, как правило, в диапазоне 6–8%, а в России – до 12–15% на номинальную стоимость акции. Во-вторых, выдать опцион на обратный выкуп привилегированных акций через определенный период времени, что обеспечит инвесторам доходность, даже если рост компании отстает от планируемого и компания не в состоянии обеспечить обещанные дивиденды. В-третьих, это, по-видимому, будет опцион на конверсию привилегированных акций в обыкновенные в случае успешного развития компании, так как при продаже таких акций при выходе из инвестиции не будет дисконта.

Венчурные инвесторы часто производят инвестиции в форме конвертируемых привилегированных акций, несмотря на то, что их держатели обычно не имеют права голоса и лишь в некоторых случаях привилегированные акции дают право рейтингового голосования.

7.1.3. Конвертируемые долговые инструменты

Основная форма таких инструментов – конвертируемое долговое обязательство (convertible debenture). Это обязательство, которое можно обменять на другие ценные бумаги (как правило, на обыкновенные акции) компании в период действия этого долгового обязательства и в соответствии с условиями его выпуска. Использование таких инструментов обычно предполагается большинством фондов, основывающихся на заемном капитале. При их покупке придется вести переговоры в отношении цены конверсии, о процентной ставке и дополнительных условиях (covenants) соглашения о привлечении долга.

7.1.4. Комбинация нот и варрантов

Ноты (note) представляют собой разновидность корпоративных облигаций и предусматривают возврат долга и выплату процентов в конце срока. Варрант (warrant) – это вид ценных бумаг, гарантирующий, при заинтересованности их держателя, продажу ему соответствующего числа обыкновенных акций компании по заранее оговоренной цене, т.е. своего рода опцион, не ограниченный во времени.

При данном варианте подлежащий выплате долг и проценты по нотам используются для оплаты акций, приобретаемых в соответствии с варрантами. Этот инструмент выступает более

гибким, чем конвертируемые долговые обязательства, которые, как правило, являются срочными и поэтому должны быть конвертированы в акции не тогда, когда это требуется фонду, а еще до момента их погашения, что может оказаться неудобным для фонда венчурных инвестиций. Использование же комбинации нот и варрантов позволяет фонду приобрести акции по заранее согласованной цене в любой момент, заплатив за них нотами, и даже если долг уже погашен – также в любой момент за счет средств, полученных в счет погашения нот.

7.2. Подходы к совместной работе фонда венчурных инвестиций и портфельной компании по повышению стоимости компании

Говоря о венчурном инвесторе, обычно имеют в виду управляющего или другого специалиста (например, менеджера по инвестициям – investment officer) фонда венчурных или прямых инвестиций, отвечающего за управление инвестицией в определенную портфельную компанию, но часто также при этом подразумевается и управляющая компания венчурного фонда в целом. Выделяется два основных подхода в работе венчурного инвестора с компанией:

- Пассивный советник.
- Активный директор.

7.2.1. Пассивный советник

При пассивном подходе венчурный инвестор вносит в проинвестированную компанию только капитал, но не вкладывает свои

ноу-хау и стратегическое видение и не участвует активно в управлении. Этот способ предпочитают большинство венчурных инвесторов.

Пассивный советник может присутствовать на заседаниях совета директоров, принимать участие в заседаниях правления, но во всех случаях он лишь советует компании направление, которому она, согласно мнению советника, должна следовать. Большинство венчурных инвесторов ограничивают сферу своих советов областями, в которых их экспертиза является достаточно сильной, например, финансовое управление, возможности ускорения роста компании, вопросы прогнозов и подбора кадров.

Как правило, пассивный советник проявляет активность только в том случае, если компания встречается с проблемами. В этом случае советник становится весьма активным, стараясь принять участие в управлении компанией, для того чтобы сохранить свои инвестиции.

7.2.2. Активный директор

При активном участии в управлении венчурный инвестор не только вносит деньги в акционерный капитал компании (без обеспечения и без обременения залогом имущества), но, что особенно важно, привносит в компанию знание отрасли, деловые контакты, свою репутацию, стратегические советы и т.д. Как правило, активный директор не бывает в компании ежедневно, но работает в ней как минимум один-два раза в неделю.

Иногда венчурные инвесторы предлагают осуществить кадровые замены в команде менеджеров компании, в инвестициях в которую они заинтересованы. Например, если менедж-

мент в области финансов является сильным, а в области продаж или маркетинга – слабым, венчурный инвестор предложит кандидатуру директора по продажам или маркетингу, и наоборот.

Некоторые венчурные инвесторы имеют собственный штат консультантов (или контакты с сетью консультантов), которые окажут компании помощь, например в выработке плана маркетинга, а также в подборе и найме соответствующего специалиста. За эти услуги компании придется платить, но воспользоваться ими в большинстве случаев стоит. Отдельные венчурные инвесторы ищут возможности контролировать портфельную компанию напрямую через специально созданную при фонде управляющую компанию или через большинство в совете директоров. Иногда это неплохо для предпринимателя, особенно если речь идет об идее, требующей особой изобретательности для ее вывода на рынок; и если кадры, которыми располагает венчурный инвестор, действительно хороши, то в интересах предпринимателя использовать такую помощь.

Лекция 8.

Отбор и анализ фондов

8.1. Поиск и оценка фондов, предлагающих венчурный капитал

Компании, заинтересованной в привлечении венчурных инвестиций, стоит начать с фондов, управляющие компании которых расположены ближе к ней территориально, так как фонды предпочитают работать с портфельными компаниями, расположенными неподалеку. Если не удалось привлечь венчурный капитал от фондов, работающих в том же регионе, необходимо подготовить обоснование того, почему пришлось искать венчурный капитал в других регионах. Среди основных причин могут быть следующие: неготовность местных источников венчурного капитала инвестировать в определенную отрасль; венчурный капитал, привлекаемый из другого региона, специализируется в данном типе бизнеса; требуется не только капитал, но и специалисты, которых нет у фондов, работающих в том же регионе.

После составления списка потенциальных источников (short list) можно перейти к следующей фазе – выяснить вопросы деловой этики применительно к кандидатам: выполняются ли фондом обязательства; не вовлечен ли потенциальный источник инвестиций в судебные процессы; является ли источник прибыльным; имеются ли у него в данный момент деньги и специалисты, которые смогут проанализировать заявку быстро, и т.д. Для получения сведений по фондам можно использовать кредитные бюро, записи судебных палат и другую информа-

цию, ведь речь идет о партнере, с которым придется сотрудничать в течение длительного периода времени.

В переговорах с кандидатами на роль источника инвестиций можно задать вопрос об уже заключенных сделках и связаться с компаниями, которые работали с данным источником венчурного капитала, получить отзыв обслуживающего банка и т.п. Некоторые источники венчурного капитала не ведут обсуждения инвестиций по телефону, и требуется представление заявки в письменной форме, но на каком-то этапе потребуются переговоры «вживую».

В переговорах с потенциальным инвестором стоит сосредоточиться на нескольких вопросах:

- Имеются ли у источника фонды для инвестиций в настоящее время?
- Имеется ли у источника возможность рассмотреть заявку на инвестиции в приемлемый срок?
- Работает ли данный источник в той области бизнеса, для которой требуются инвестиции?
- Стоит ли попытаться установить контакты с другими источниками?

8.1.1. Наличие у источника средств для инвестиций в настоящее время

Фонды венчурных инвестиций, как правило, являются стандартными механизмами, сроки и порядок работы которых определены заранее в информационном меморандуме, используемом для привлечения инвесторов. Стандартом является десятилетний срок существования, из которого только первые

пять лет приходится на инвестиционный период, по истечении которого фонды, даже если их капитал инвестирован не полностью, более инвестировать не могут. Если фонд выходит из инвестиции в течение первых пяти лет, т.е. в течение инвестиционного периода, возвращенные средства могут быть реинвестированы. При этом инвестиционный период может быть продлен. Инвестиции венчурного фонда в определенную отрасль, как правило, ограничены определенным лимитом, который редко превышает 20–30% от общего объема фонда. Понятно, что если фонд работает на рынке более шести-семи лет и уже инвестировал много в ту отрасль, в которой работает компания, то обращаться в него не стоит, так как в лучшем случае возможна задержка до момента, пока управляющая компания не соберет новый фонд.

8.1.2. Наличие у источника возможности рассмотреть заявку на инвестиции в приемлемый срок

Управляющие компании фондов венчурных инвестиций обычно не имеют большого штата сотрудников, и все они, как правило, всегда заняты – например, разрешением проблем, возникших у портфельных компаний, или проведением процедуры тщательного изучения и т.п. Если фонд – потенциальный источник венчурного капитала – не готов рассмотреть заявку на инвестиции в период до десяти дней, стоит поискать другой источник из списка кандидатов.

8.1.3. Работает ли данный источник в той области бизнеса, для которой требуются инвестиции

Венчурный фонд может не инвестировать в определенную отрасль или, напротив, искать инвестиции в определенной области бизнеса. Необходимо выяснить наличие у управляющей компании опыта по инвестициям в отрасль, в которую привлекаются средства, так как в случае положительного ответа источник должен хорошо понимать экономику данного бизнеса и быстрее проведет анализ компании и бизнес-плана. В противном случае неизбежен период обучения, который потребует времени и затянет рассмотрение заявки.

8.1.4. Установление контактов с другими источниками

Вопрос о возможности и целесообразности такого рода контактов необходимо оговорить с самого начала. Как правило, венчурные инвесторы одновременно рассматривают несколько заявок на инвестиции, и вопрос о контактах предпринимателя с другими источниками не должен вызвать непонимания, по крайней мере на первом этапе, хотя, конечно, источник капитала предпочел бы быть единственным. На данном этапе не стоит ставить вопрос об эксклюзивности, поскольку одновременные контакты с несколькими источниками могут предполагать не только конкуренцию между ними, но и возможность соинвестирования. Не нужно подталкивать венчурного инвестора аргументом, что он может пропустить предлагаемую возможность инвестирования. Таких возможностей, как правило, много, и излишняя активность в подталкивании инвестора может только навредить.

8.2. Проверка прошлого фонда и управляющей компании

Для того чтобы убедиться, что состоялся контакт с адекватным фондом и имеющей хорошую репутацию управляющей компанией, необходимо переговорить с собственным банкиром и банкиром фонда и прояснить ряд моментов:

- Наличие средств для инвестирования.
- Репутация.
- Сведения об аудиторе, консультантах, юристах фонда, которые также дадут некоторое представление о потенциальном партнере.

Необходимо получить от венчурного фонда список компаний, в которые он уже инвестировал, и задать вопросы этим компаниям. Среди вопросов, которые необходимо выяснить, можно выделить следующие:

- Как долго занял процесс получения денег?
- Является ли стоимость услуг венчурного фонда разумной?
- Являются ли менеджеры управляющей компании честными, можно ли им доверять?
- Как ведутся переговоры, о чем в основном идет речь?
- Трудно ли иметь дело с управляющей компанией фонда, действует ли она как партнер?
- Что менеджеры управляющей компании ожидают от инвестируемой компании, что допустимо и что нет?

- Что можно получить от венчурного фонда кроме денег; что управляющая компания делает бесплатно, а за что потребуется платить?
- Насколько активно управляющая компания фонда вовлечена в бизнес, можно ли от ее менеджеров услышать конкретные советы о том, как вести бизнес?
- Помогает ли управляющая компания или мешает, есть ли от нее польза или вред?
- Как ведут себя управляющая компания и ее отдельные менеджеры в период кризисных ситуаций?
- В другой раз стали бы они работать с данным фондом и с той же управляющей компанией?

8.3. Время, требуемое для привлечения венчурного капитала

Вопрос о времени, требуемом для привлечения венчурного капитала, – от момента установления первых контактов до момента юридического завершения сделки (legal closing) и перевода денег (fund disbursement) на счет – является ключевым, так как от него зависит время начала и сам ход реализации бизнес-плана компании. Это время может варьироваться от четырех-пяти недель до шести месяцев и зависит от множества факторов. Средним сроком является шесть-восемь недель.

Управляющая компания фонда должна:

- Рассмотреть заявку в письменной форме, понять отрасль и место бизнеса компании-заявителя в отрасли, изучить планы компании и уровень менеджмента, и на этой основе принять решение о целесообразности продолжения работы.

- Провести переговоры с предпринимателями – учредителями и акционерами, а также топ-менеджерами компании и согласовать предварительные условия инвестиции (term sheet), которые в дальнейшем лягут в основу юридических документов (shareholder agreement, share sale and purchase agreement, amendments to charter).
- Провести тщательное изучение компании и подготовить проекты юридических документов.
- Подготовить материалы, необходимые для выработки и принятия решения инвестиционным комитетом.

Наиболее длительное время требуется для проведения анализа отрасли, бизнеса, рынка и компании. Сократить это время можно, обратившись к источнику венчурного капитала, который уже знаком с отраслью, а также оказывая венчурному инвестору всевозможную помощь. В условиях незрелости бизнеса в России может потребоваться длительное время для юридической проверки (legal due diligence) и исправления выявленных в ее ходе нарушений.

8.4. Мифы о венчурном капитале

Миф 1: Венчурные инвесторы заинтересованы в получении контроля над компанией и диктате в управлении компанией

Этот миф наиболее далек от правды:

- Ни один венчурный инвестор намеренно не заинтересован в получении контроля над малым бизнесом.

- Более 50% акций компании требуется венчурному инвестору только в том случае, если меньше не получается исходя из объема средств, требуемых компании.
- Венчурный инвестор не заинтересован в участии в оперативном управлении бизнесом. Во-первых, как правило, у него нет соответствующего опыта и ресурсов, а во-вторых, оценка менеджмента составляет значительную часть (до 25–30%) от общей стоимости компании.
- Венчурному инвестору нужно, чтобы без его участия не принимались лишь важнейшие решения, определяющие корпоративную стратегию компании.

Миф 2: Необходимо, чтобы кто-то представил компанию венчурному фонду

Представление через социальные контакты не требуется, это время ушло:

- Хорошая заявка, содержащая описание бизнес-предложения, является самой лучшей формой представления.
- Большая часть фондов венчурного капитала управляется представителями среднего класса, а не элиты, и они заинтересованы в хороших инвестициях.
- С другой стороны, хорошие деловые контакты и известность в деловом мире еще никому не навредили.

Миф 3: Венчурные инвесторы заинтересованы только в новых технологических открытиях

Неправда, и даже наоборот:

- Большинство источников венчурного капитала не заинтересованы в революционных идеях, меняющих жизнь людей. Для развития и реализации такого рода идей до момента получения существенных прибылей требуется от 10 до 20 лет, что находится за временным горизонтом венчурного капитала, редко превышающим четыре-пять лет.
- Венчурные инвесторы больше заинтересованы в инновационных или эволюционных технологиях – новом типе компьютера, чипа, новой маркетинговой технологии, т.е. в том, что требует относительно небольших изменений.
- Действительно, венчурные инвесторы ориентируются на высокие технологии, но ищут они не их, а компании, обещающие высокие темпы роста. Если имеется компания с хорошими перспективами роста на рынке значительного размера, она всегда привлечет внимание венчурного инвестора.

Миф 4: Венчурные инвесторы удовлетворятся скромным доходом на инвестиции

Прямо противоположно:

- Ни один венчурный инвестор не рассчитывает на скромный доход от инвестиций – наоборот, доход должен быть «неоправданно» и неожиданно высоким, так как в этом заключается смысл работы венчурной индустрии.

- «Разумный» доход может быть получен от инвестиций в акции сотен торгуемых компаний при рисках, существенно более низких, чем при инвестициях в только что стартовавший и еще не зрелый малый бизнес.
- Каждая венчурная инвестиция предполагает высокий уровень риска, которому должна соответствовать высокая доходность.
- Венчурный инвестор, выбрав компанию с хорошими перспективами роста, надеется заработать не меньше, чем учредители и другие владельцы компании, каждый из которых инвестировал в эту компанию тот ресурс, которым он располагает – «драйв», мозги, опыт, руки, деньги.
- Даже если компания верит, что ее бизнес находится в особой ситуации и потенциал продукта и высокий спрос принесут высокий доход при низких рисках, стоит спросить себя, все ли риски и возможности неудачи удалось учесть, и почему же в таком случае компания не обращается в банк за кредитом, а пытается привлечь венчурный капитал?
- Реализация бизнес-плана не означает автоматически успех для компании, и часты случаи, когда это не срабатывает по независящим от компании причинам (изменение ситуации в отрасли или на глобальном рынке).

Миф 5: Венчурные инвесторы инвестируют быстро

Нет, напротив:

- Как правило, привлечение венчурного капитала занимает относительно длительное время – в среднем не менее шести-восьми недель.
- Даже если имеется хорошо подготовленное бизнес-предложение, в более короткие сроки получить средства вряд ли удастся (если нет обязательных для выполнения требований по срокам, например, в случае приватизации), так как это вызовет необходимость нарушения процедур, по которым работает фонд.
- К венчурному инвестору поступает в среднем от 50 до 100 заявок на инвестиции в месяц, и как минимум 10 привлекают его внимание и требуют проработки и анализа. Все 10 будут внимательно прочитаны, и пара из них потребуют более тщательного изучения, анализа, проведения переговоров и дополнительных исследований.
- Из двух-трех проработанных заявок одна получит инвестицию, т.е. отдача составит не более 1%, но времени на рассмотрение понадобится на все 100% заявок.
- После отбора единственной заявки потребуются дополнительное время на более тщательный анализ, проработку и исследования. Поэтому, если требуется сократить время на получение инвестиций, лучше сосредоточиться на тщательной подготовке бизнес-предложения.

Миф 6: Венчурные инвесторы заинтересованы в поддержке новых идей и изобретений в области высоких технологий, а менеджмент компании имеет второстепенное значение

Наоборот:

- Венчурный инвестор ориентируется не на идею, а на способность команды менеджеров реализовать эту идею, вырастить стоимость компании и превратить ее в деньги.
- Если имеется хорошая идея, но недостаточный опыт в менеджменте или знание отрасли, то предпринимателю надо искать не венчурного инвестора, а менеджеров и экспертов для усиления собственной команды.
- Венчурный инвестор никогда не поверит в идею без команды, которая может доказать свои возможности и опыт по реализации схожих идей.
- Не обязательно иметь всю команду (в том числе специалистов в области финансов или маркетинга, которых может порекомендовать и венчурный инвестор), но отраслевые эксперты, сплоченные в команду, – обязательны.

Миф 7: Венчурному инвестору достаточно краткой базовой информации для того, чтобы инвестировать

Нет, неправда:

- Хотя детальное и хорошо структурированное, но короткое и лаконичное бизнес-предложение об инвестициях – презентация – является единственным средством для привлечения внимания венчурного инвестора и для начала переговоров, оно не заменяет детальный бизнес-план.
- Каждый венчурный инвестор, перед тем как приступить к рассмотрению заявки, хочет быть уверен, что предприниматель продумал свой бизнес-план в полном объеме. Тщательно подготовленные бизнес-предложения и бизнес-план выполняют две функции:
 - информируют венчурного инвестора о наличии идеи;
 - подтверждают, что предприниматель продумал свой бизнес, знает отрасль и осознал все потенциальные проблемы.

Авторы: Иван Родионов
Альбина Никконен

Консультант: Валентин Левицкий

Корректоры: Наталья Жуковская
Елена Антонова
Мария Родина

Верстка: Артур Никконен

