

Иван Родионов  
Альбина Никконен

## Тема 4 Совместная работа над инвестициями и выходы

Лекции 16–18



**РАВИ**

РОССИЙСКАЯ АССОЦИАЦИЯ  
ВЕНЧУРНОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ



**ТРЕНИНГ-ЦЕНТР**

ЦЕНТР ИННОВАЦИОННОГО  
МЕНЕДЖМЕНТА



**РОСНАНО**

ФОНД МИНЬСТРУКТУРНЫХ  
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 16.

Совместная работа с инвестором по повышению стоимости компании и управлению инвестициями	6
16.1. Задачи венчурного инвестора	8
16.2. Венчурный инвестор в компании	9
16.3. Участие: активное или пассивное?	9
16.4. Управление инвестициями и мониторинг компании	11
16.5. Сотрудничество	13
16.6. Политика и стратегия	17
16.7. Венчурный инвестор в компании	19
16.8. Вовлеченность венчурного инвестора в дела компании	24
16.8.1. Размер инвестиций	24
16.8.2. Потребность в помощи и содействии	24
16.8.3. Готовность менеджмента следовать советам	25
16.8.4. Опыт в определенных областях работы компании	25
16.8.5. Статус ведущего инвестора в случае синдикации	26

16.8.6.	Состояние компании и сферы бизнеса, в которой она работает	26
16.8.7.	Отношения с предпринимателем	26
16.8.8.	Наличие времени	27
16.9.	Общение	27
16.9.1.	Ежемесячная финансовая и оперативная отчетность	28
16.9.2.	Регулярные заседания совета директоров	33
16.9.3.	Регулярные встречи	35
16.9.4.	Совместные проекты	36
16.9.5.	Укрепление доверия	37
16.10.	Приращение стоимости	38
16.11.	Сигналы о неблагоприятном положении компании	39
16.11.1.	Задержка платежей	40
16.11.2.	Убытки	40
16.11.3.	Задержки в предоставлении финансовой отчетности	41
16.11.4.	Низкое качество финансовых отчетов	41
16.11.5.	Существенные изменения в балансе	41
16.11.6.	Недоступность предпринимателя для контакта	42
16.11.7.	Воровство	42
16.11.8.	Существенные корректировки отчетности	42
16.12.	«Красные флажки» опасности	43
16.13.	Причины проблем компании	44

16.13.1. Неадекватное финансовое управление	44
16.13.2. Недокапитализация	45
16.14. Факторы успешности предпринимателя	45
16.14.1. Умение решать проблемы	46
16.14.2. Способность к саморазвитию	46
16.14.3. Внутренние цели	46
16.14.4. Осознание риска потерь	46
16.14.5. Проработка будущих действий и шагов	47
16.15. Управление в условиях кризиса	47
16.15.1. Анализ ситуации	49
16.15.2. Выявление, формулирование и решение проблемы	49

## Лекция 17.

Выход из инвестиции и его варианты	52
17.1. Публичный рынок (IPO, PO)	52
17.1.1. Готовность к IPO и время его проведения	53
17.1.2. Аргументы за и против IPO	54
17.1.3. Затраты на IPO	55
17.1.4. Подбор финансового консультанта	56
17.2. Выкуп доли в бизнесе предпринимателем	57
17.2.1. Оценка бизнеса	58
17.3. Продажа бизнеса стратегическому инвестору (или прямая продажа)	61
17.3.1. Продажа акций	62

17.3.2.	Продажа активов	63
17.3.3.	Другие формы платежа	64
17.4.	Продажа доли в компании новому инвестору	65
17.4.1.	Новые акционеры, корпоративные партнеры	66
17.4.2.	Институциональные квалифицированные инвесторы	66
17.4.3.	Венчурные инвесторы	67
17.4.4.	Банки	68
17.5.	Ликвидация	68
17.6.	Как повысить эффективность выхода?	69
17.6.1.	Планирование выхода с момента инвестирования	69
17.6.2.	Сосредоточение внимания менеджмента на выходе	69
17.6.3.	Какой способ выхода выбрать?	71
17.6.4.	Управление бизнесом для выхода	72
17.6.5.	Как заработать на прямой продаже и продаже финансовым покупателям?	72
17.7.	Повышение эффективности управления выходом	75

## Лекция 18.

### Деловая этика 76

18.1.	Конфликт и приоритеты интересов	79
18.2.	Использование посредников	81
18.2.1.	Финансовые консультанты и аудиторы	82

18.2.2. Инвестиционные банкиры	83
18.2.3. Юристы	84
18.2.4. Независимые финансовые посредники	84
18.3. Кумовство и блат	91
18.4. Начало инвестиций	91
18.5. Соинвестирование и синдикация	92
18.6. Принятие инвестиционных решений	92
18.7. Коммерческая тайна и защита информации	93
18.8. Работа с компанией	95
18.9. Участие в работе совета директоров	97
18.10. Мониторинг	98
18.11. Инсайдерская информация	98
18.12. Прозрачность сделок	99
18.13. Ценовой сговор и трансферные цены	99
18.14. Злоупотребления и коррупция	100
18.15. Бизнес-практика	100
Основная литература	102
Дополнительная литература	104
Приложение 1. Вопросы для оценки качества освоения дисциплины	111
Приложение 2. Предлагаемая тематика работ	114

## Лекция 16.

# Совместная работа с инвестором по повышению стоимости компании и управлению инвестициями

В отличие от остальных форм, при венчурном финансировании инвестор остается прямо или опосредованно включенным в дела получившей инвестиции компании. В связи с этим возникает вопрос: «Зачем и насколько глубоко венчурному инвестору нужно участвовать в работе компании?».

Обычно различают два уровня такого участия: активное (hands-on) и пассивное (hands-off). Активное участие обычно связывают с ранними стадиями инвестирования, тогда как поздние стадии ассоциируются с пассивным. При этом существует достаточно четкая связь между степенью риска и уровнем участия инвестора в работе компании. Поэтому в самом общем виде можно ответить на поставленный вопрос так: «Венчурные инвесторы принимают активное участие в процессе инвестирования для того, чтобы минимизировать риски».

Дело в том, что, в отличие от многих других инвесторов, в связи с отсутствием какой-либо ликвидности венчурный инвестор не может изъять свои инвестиции. Банкиры могут блокировать кредитные линии, и если это сделано вовремя, то они не потеряют своих денег. Инвесторы, работающие на фондовой бирже, могут продать акции, если дела пойдут неважно, и самые опытные из них даже неплохо зарабатывают на этом. Для большинства других инвесторов «минимизация рисков» означает существование возможности перевести свои средства в более надежное место.



Ликвидность венчурного капитала (особенно на первых стадиях становления компании) чрезвычайно низка, а потому средства венчурного инвестора оказываются заблокированными на довольно продолжительное время. Поэтому минимизировать риски в этом случае можно только через контроль над работой проинвестированной компании. Если венчурный инвестор или бизнес-ангел сможет действительно *минимизировать риски*, то он одновременно сумеет *максимизировать доходность*. Так что, возможно, самый главный вопрос, который может и должен задать себе венчурный менеджер, это: «Способен ли я минимизировать риски и максимизировать доходность?».

Если описанные выше задачи были решены успешно, то многое для максимизации доходности и минимизации рисков уже сделано. Рынки и технология проанализированы; финансовый инжиниринг выполнен; оптимальная структура сделки подготовлена; формально-юридические позиции обеспечены. Но остаются наиболее трудные вопросы: Действительно ли я, венчурный инвестор, понимаю данный бизнес? Насколько мне этот бизнес близок? Существует ли реальная основа для сотрудничества с менеджментом компании?

На этапе совместной работы компании с инвестором цели предпринимателя полностью совпадают с интересами венчурного инвестора и представляют собой укрепление и рост стоимости компании для того, чтобы:

- выкупить бизнес у венчурного инвестора и рефинансировать компанию;
- сделать компанию публичной и получить наличные для венчурного инвестора и для себя;
- продать компанию стратегическому инвестору и заработать вместе с венчурным инвестором.

Привлечение инвестиций можно сравнить со сватовством, а день закрытия сделки – со свадьбой, но на следующий день или месяц неизбежно начинаются обыкновенные семейные будни, которые продлятся от трех до десяти лет.

## 16.1. Задачи венчурного инвестора

Основной задачей венчурного инвестора в период его пребывания в числе акционеров компании выступает поддержка роста компании, который неизбежно найдет отражение в увеличении ее стоимости, а следовательно, и дохода инвестора. Задача роста компании является самоцелью, никаких ограничений на динамику роста не накладывается, и все другие задачи должны быть подчинены решению данной задачи. Рост не должен сопровождаться снижением доходности до уровня ниже среднеотраслевого для компаний соответствующего масштаба.

Компания большего размера требует улучшения организации ее работы и совершенствования управления. Поэтому совершенствование системы управления всегда выступает для венчурного инвестора вторым приоритетом.

Ликвидность акций компании является единственным путем к получению венчурным инвестором вознаграждения и дохода на свои инвестиции. Для успешной ликвидности требуется создание «истории успехов» компании, способной привлечь инвестора следующего раунда. Таким образом, задача создания истории успехов компании выступает третьей важнейшей задачей венчурного инвестора.

## 16.2. Венчурный инвестор в компании

В большинстве своем венчурные фонды не являются пассивными акционерами, а некоторые настолько активны, что имеют специальный штат консультантов. Надо помнить, что одной из важнейших задач любой управляющей компании венчурного фонда является добавление стоимости к сделанной инвестиции.

Управляющие компании венчурных фондов, как правило, не имеют многочисленного штата и не инвестируют в компании, если считают, что ее менеджмент или штат неадекватны. Основную помощь от сотрудников управляющих компаний венчурных фондов можно ожидать в области стратегии или финансов. Все остальные вопросы обычно находятся за пределами их компетенции, и для их решения требуются внешние специалисты и эксперты. Такие консультанты будут привлечены венчурным инвестором прежде всего для совершенствования системы управленческой отчетности и бюджетирования, что окажется полезным и для самой компании.

## 16.3. Участие: активное или пассивное?

На заре венчурного инвестирования это различие в подходе часто могло стать основой для определения типа венчурного фонда. Иногда придерживающийся пассивного подхода (hands-off) фонд даже не рассматривался как венчурный, поскольку трудно себе представить ситуацию, чтобы было осуществлено неликвидное инвестирование и при этом уровень вовлеченности в бизнес ограничивался получаемыми раз или два в год отчетами. Ведь даже котируемые на фондовом рынке компании обязаны публиковать свои отчеты дважды в год, а на более жестко регулируемых рынках они обязаны представлять

ежеквартальные отчеты и сообщать своим акционерам обо всех крупных событиях в бизнесе.

Едва ли предприниматель волен определять степень участия венчурного инвестора в своем бизнесе. Инвестор венчурного капитала оценивает возможные риски и, основываясь на этой оценке, определяет, какие средства и механизмы необходимы для контроля над этими рисками. Если инвестор такими средствами не обладает, то инвестирование не будет осуществлено (или не должно быть осуществлено).

В самом общем плане можно утверждать, что с более молодыми компаниями связаны большие риски, чем с более зрелыми. Собственно, сам принцип активного участия в управлении (hands-on) обычно связывают с более ранними стадиями инвестирования. Однако вряд ли такое общее правило может помочь в тех случаях, когда необходимо выработать постинвестиционную стратегию. Главное заключается в том, что нужно найти средства для уменьшения рисков. Источники рисков в равной мере могут быть как внутри компании, так и вне ее. Даже инвестиция может оказаться риском для компании, а тем самым и для самой инвестиции. Например, требующий крупных кредитов выкуп менеджерами может принести компании серьезные неприятности, если его проводить во время повышения процентных ставок, а для поддержания конкурентоспособности необходимы новые инвестиции. Если в таких условиях пассивный инвестор «поздних стадий» не понимает сути бизнеса из-за незначительного к нему интереса, может произойти срыв планов развития компании.

Привычное деление инвесторов на «активных» и «пассивных» не учитывает один из самых существенных аспектов венчурных инвестиций на любой стадии развития компании. Сделка является успешной, если инвестиции капитализированы с

прибылью. На важнейшем этапе подготовки инвестиций к продаже желание инвестора участвовать является совершенно естественным. Причем у венчурного инвестора должны иметься возможности активного участника событий, а не постороннего наблюдателя, вынужденно ожидающего, что же будет потом. Под «возможностями» в первую очередь имеются в виду его права, закрепленные в документах.

Но право инициировать продажу компании или настаивать на ее выводе на фондовый рынок мало чего стоит, если венчурный инвестор толком не разбирается в данном бизнесе, если ему неизвестно ее нынешнее положение на рынке и сегодняшняя организация бизнеса компании. Когда же дело доходит до максимизации доходности, то принципиальное значение приобретает выбор момента для активных действий (что тем более важно, если инвестирование было не слишком удачным). Хорошо выбранный момент для продажи стратегическому инвестору может принести пусть скромную, но прибыль вместо простого списания инвестиций.

Для венчурного инвестора главный инструмент получения прибыли – не компания, а инвестиции в компанию. Поэтому в центре внимания у него должно быть управление инвестициями. Венчурный инвестор управляет инвестициями и осуществляет мониторинг компании.

## 16.4. Управление инвестициями и мониторинг компании

Термин «мониторинг» часто используется при обсуждении постинвестиционной деятельности. Однако если говорить об инвестициях, то ими необходимо управлять. В то же время задачей венчурного инвестора является именно мониторинг

компании после того, как она получила инвестиции. Для того чтобы успешно управлять инвестициями, жизненно важно знать, что происходит в получившей инвестиции компании. Но поскольку сами инвестиции делались из расчета на самое лучшее развитие событий, а они обычно развиваются своим, не всегда полностью соответствующим бизнес-плану, путем, то реальность часто требует оперативных действий. Изменяются рынки, появляются новые технологии и конкуренты, происходят важные политические события, а с приходом новых людей (что часто не учитывается) компании начинают развиваться в новых направлениях. Со всем этим обязано справляться руководство компании, которому нередко приходится советоваться по этим вопросам со своими акционерами.

Забота о собственных инвестициях заставляет венчурного инвестора принимать участие в подготовке и принятии всех крупных решений по этим проблемам или даже использовать свое право вето. И здесь проявляется явное противоречие: как можно принимать крупные и ответственные решения, если тебе неизвестны все мелкие детали происходящего? Венчурный инвестор несет большую ответственность за инвестируемую компанию. Поскольку он претендует на участие в принятии важнейших решений, ему следует осознавать, что он становится действующим лицом в своих собственных инвестициях. Это похоже на случай предпринимателя, который одновременно является инвестором и менеджером компании. По этой причине постинвестиционный период обоснованно называют «венчурным менеджментом», основой которого является тесное сотрудничество с менеджментом портфельной компании.

## 16.5. Сотрудничество

В 1990-х годах в Нидерландах было проведено исследование с целью определения степени сотрудничества между предпринимателями и менеджерами проинвестированных компаний, с одной стороны, и венчурными инвесторами – с другой. Результаты этого исследования представляют интерес для России, венчурная индустрия которой сегодня находится приблизительно на таком же уровне. Для корректного анализа результатов исследования необходимо знать, что на момент проведения исследования в Нидерландах капитал, используемый для финансирования расширения бизнеса, составлял 50–60% всех сделок, а капитал МВО и МВИ – примерно 20%. Результаты показали, что в 40% случаев предприниматели/менеджеры выбирали того венчурного инвестора, от которого можно было ожидать приращения стоимости. При выборе венчурного инвестора ориентация на приращение стоимости была особенно важна в случаях инвестиций начальных стадий и сделок по капиталу расширения. В 29% случаев сделка заключалась с тем венчурным инвестором, который первым проявлял интерес к бизнесу. При выборе венчурного инвестора размер и стоимость инвестиций существенной роли не играли; 40% предпринимателей/менеджеров затруднились ответить, удовлетворены ли они сотрудничеством с венчурными инвесторами, еще 40% ответили, что удовлетворены, а 20% – что не удовлетворены. Кроме того, исследование показало:

- Менеджеры/предприниматели компаний-стартапов были более склонны утверждать, что они ожидали (и им было необходимо) получить больше поддержки от венчурных инвесторов.
- Менеджеры/предприниматели компаний на этапе расширения чаще были не удовлетворены участием своих

венчурных инвесторов в управлении бизнесом. Большинство из них сочли, что участие сводилось лишь к защите своих инвестиций.

- Менеджеры/предприниматели, занимавшиеся поисками финансирования для МВО/МБИ, были более склонны высказывать удовлетворение своим сотрудничеством с венчурными инвесторами. Большинство из них ощутили довольно высокий уровень поддержки.
- В более чем 40% случаев капитала потребовалось больше, чем ожидалось.

Из этих результатов следует, что слишком много менеджеров и предпринимателей на этапах стартап и расширения не получают того, чего они ожидают от венчурных инвесторов и для чего они прибегли к их помощи, тогда как большинство менеджеров МВО/МБИ получают от своих венчурных инвесторов больше, чем ожидали получить. Конечно, можно сослаться на то, что риски, связанные со сделками на этапах стартап и расширения, обыкновенно больше, чем при инвестициях в МВО/МБИ. Но ведь на этих этапах и сотрудничество с менеджментом для осуществления мониторинга компании и надлежащего управления инвестициями соответственно должно быть более тесным.

Почему венчурные инвесторы лучше сотрудничают с менеджерами в случае МВО? Это связано с тем, что перед проведением конечной инвестиции для МВО новым менеджерам и венчурному инвестору приходится долго работать вместе и даже часто вместе «сражаться» с общим «противником» – продавцом компании. В результате возникает и взаимопонимание, и взаимное уважение, что является надежной основой успешного сотрудничества.



Совсем иная ситуация складывается в сделках этапа расширения. В этом случае предприниматель сам построил и вырастил свой бизнес с нуля до уровня процветающей компании, которой не хватает лишь капитала, чтобы расширить свои возможности роста. До дня подписания такой сделки между сторонами существует конфликт интересов: венчурный инвестор хочет получить как можно больше акций компании за свои деньги, а предприниматель хочет получить как можно больше денег (инвестиций и приращенной стоимости) за каждую акцию компании. Оба, будучи торговцами, дают друг другу много обещаний, которые, как показало исследование, они часто не в состоянии выполнить. Именно из-за интенсивного торга по поводу капитала и акций часто инвестируется недостаточное количество капитала. А напряженные взаимоотношения между предпринимателем и венчурным инвестором возникают именно тогда, когда обнаруживается потребность в дополнительном капитале, причем эта потребность возникает именно там, где дела перестают идти так, как планировалось. Поэтому первый шаг в менеджменте инвестициями – инвестировать необходимый объем капитала.

Кроме того, всякое сотрудничество сторон опирается на их взаимное уважение, которое нельзя получить «бесплатно», его можно лишь «заработать». В отличие от сделок по МВО, вплоть до самого заключения сделок по расширению бизнеса у предпринимателя и венчурного инвестора сохраняются противоположные интересы. В этом случае контрагенты также должны уважать друг друга, но это взаимное уважение принципиально отличается от того, которое устанавливается при сотрудничестве в действиях с единой целью. Поэтому в сделках по расширению бизнеса и на стадии стартап сотрудничество между венчурным инвестором и менеджментом должно устанавливаться и налаживаться уже после подписания договоров.

Посмотрим на работу и поведение венчурного инвестора до заключения сделки. Он вложил много усилий в изучение изделия, рынка, технологии, финансовой отчетности, организации производства и менеджмента. Венчурный инвестор был чрезвычайно критичен и нередко казался чересчур подозрительным. Во многих случаях предприниматель, нуждаясь в финансировании, воспринимает такое поведение как должное. В процессе обсуждений, видя, как тщательно венчурный инвестор выполняет свою работу, насколько глубоко – благодаря своему критическому подходу ко всем аспектам бизнеса – венчурный инвестор стал в нем разбираться, уважение к нему может вырасти. В результате, ожидания предпринимателя в отношении вклада венчурного инвестора после заключения сделки резко возрастают.

Но вот сделка заключена. Конечно, венчурный инвестор будет интересоваться финансовой отчетностью и контактировать с командой менеджеров проинвестированной компании. Но будет ли он уже после заключения сделки столь же информирован об изделиях, рынках, технологии и т.д., пользуясь, в том числе, источниками информации вне компании? Станет ли он регулярно общаться с сотрудниками компании помимо менеджеров? Или же он после инвестирования превратится просто в финансового «сторожа»? В этом случае венчурный инвестор уже не сможет иметь критического взгляда на ситуацию, как до заключения сделки. Поэтому предприниматель, часто еще до того как сотрудничество удалось наладить, разочаровывается в венчурном инвесторе. Ожидаемый «спарринг-партнер» так и не материализуется, и предприниматель теряет уважение к инвестору. Это плохо для предпринимателя, но еще хуже для венчурного инвестора. При отсутствии отношений сотрудничества нет основы для хорошего управления инвестициями.

## 16.6. Политика и стратегия

Конечная цель каждого инвестора заключается в том, чтобы оправдать риски своей неликвидной инвестиции за счет достижения более высоких (чем средний уровень) финансовых результатов. К получению более высокой нормы прибыли можно идти разными путями. Но венчурная стратегия всегда связана с минимизацией рисков в ходе инвестиции и максимизацией доходности при выходе из нее. Конкретно стратегия инвестора находит свое отражение в инвестиционном меморандуме, который играет ту же роль, что и бизнес-план компании. В нем должны содержаться четкие ответы на вопросы: «В какой форме и когда должен быть выход, который позволит получить максимальную доходность? Что необходимо сделать, чтобы привести компанию к успешному выходу? Какие здесь возникают опасности и возможности?». Инвестиционный меморандум должен быть написан не просто как документ, на основании которого принимается решение об инвестировании, а как реальный рабочий план для инвестирования. Понятно, что его придется постоянно, на регулярной основе, дополнять и обновлять. Лучше всего делать это раз в квартал, и обсуждать развитие событий в отношении инвестиций нужно в первую очередь с теми людьми, которые принимали участие в принятии решения об инвестировании. В итоге инвестиционный меморандум и ежеквартальные обзоры образуют основу инвестиционного досье.

Важно четко различать, что происходит с портфельной компанией, и что – собственно с инвестициями. Венчурного инвестора интересует не столько состояние проинвестированной компании, сколько то, как конкретное событие скажется на инвестициях в компанию. Точнее, в центре внимания инвестора находятся те аспекты отношений компании с рыночной средой,

которые могут как-то повлиять на будущий выход. Например, компания стала проигрывать конкурентам. Можно попытаться осуществить преобразования в компании и/или увеличить объем инвестиций, чтобы восстановить ее конкурентоспособность. Однако сделать это может быть очень сложно и с большими рисками. С другой стороны, какое-то время компания может представлять интерес для возможных покупателей благодаря ее существующим рыночным позициям, поскольку она контролирует ценные каналы сбыта. В такой ситуации может оказаться, что с точки зрения интересов инвестора разумнее немедленно продать компанию, чем пытаться сохранить ее независимое существование.

Из приведенного примера следует, что в венчурном управлении венчурный инвестор должен двигаться в направлении выхода, причем делать это он должен с самого начала пребывания в компании. Поэтому первая и главная его забота – употребить все свое влияние на то, чтобы финансовое управление инвестируемой компанией было на уровне, позволяющем в любой момент осуществить прямую продажу. Этого нужно добиться сразу же после инвестирования. Большое количество выгодных сделок такого рода откладывается или срывается из-за неадекватного состояния финансового управления компанией. В лучшем случае такое положение приводит к снижению цены продажи. Если выбирается путь выхода через IPO, то необходимо как можно раньше перевести бухгалтерский учет на международные стандарты бухгалтерского учета (МСФО или IFRS) либо на общие принципы бухгалтерского учета, принятые в США (US GAAP). Очевидно, что венчурным инвесторам не следует заключать сделки с компаниями, в которых отсутствует профессиональное финансовое управление. В большинстве случаев, когда у компаний возникает проблема, или, хуже того, они оказываются банкротами, финансовая информация по ним оказывается устаревшей и малонадежной.

Далеко не всегда венчурный инвестор имеет возможности реализовать измененную стратегию развития компании через ее немедленную прямую продажу, особенно если он один или вместе с найденными среди акционеров партнерами не обладает контрольным пакетом акций. Либо у венчурного инвестора должно быть зафиксированное в документах право инициативы в продаже компании (даже если он не обладает контрольным пакетом акций) в случае, если развитие компании существенно отличается от того, что предусмотрено в бизнес-плане, либо он должен уметь убедить других акционеров (среди которых часто много менеджеров компании) в том, что такое изменение стратегии будет самым лучшим для компании, а тем самым и для всех акционеров.

## 16.7. Венчурный инвестор в компании

Как уже говорилось, венчурный инвестор является вовлеченным в дела портфельных компаний и управление ими, чтобы минимизировать риски и максимизировать доходность своих инвестиций. Основу такой вовлеченности составляют отношения сотрудничества с менеджерами проинвестированной компании. Положение венчурного инвестора должно быть формализовано относительно инвестированных средств, с тем чтобы у него была возможность принудительно получить требуемое ему право на участие в делах компании. Правовое урегулирование этих вопросов должно найти отражение в соглашении об участии в управлении или в соглашении между акционерами (shareholders agreement). При этом существуют две принципиально важные позиции, которые венчурный инвестор должен отстаивать в ходе переговоров по вопросам участия в управлении. Во-первых, он должен требовать и получить положение «привилегированного» акционера компании, который обладает особыми правами по сравнению с обычными правами акционера и

правами других акционеров, предусмотренными уставом. Во-вторых, ему потребуется место в составе совета директоров компании и определенные компетенции совета, вне зависимости от его доли в компании.

Сам феномен «совета директоров» (board of directors) не так ясен, как можно подумать, если почитать об этом специальную литературу и послушать, что об этом говорят венчурные инвесторы. Существует явное отличие англо-американского варианта «совета» от того, что используется под этим названием в континентальной Европе. В англо-американской традиции под «советом» понимается совет директоров, в состав которого входят исполнительные и неисполнительные директора, среди которых могут быть директора, прямо аффилированные с акционерами, и так называемые независимые директора. Менеджмент компании обычно представляют исполнительные директора (СЕО). Представитель венчурного инвестора обычно занимает положение неисполнительного директора, и, в свою очередь, может быть одним из менеджеров управляющий компании или приглашенным со стороны независимым директором. Совет директоров в целом – это орган компании, который определяет ее политику и несет за нее ответственность.

Почти во всех странах континентальной Европы под этим названием действует «наблюдательный совет» (supervisory board). Он состоит из менеджеров компании и представителей акционеров, а иногда и деловых партнеров компании (в том числе трудового коллектива), а также имеется такой орган, как правление, который осуществляет исполнительные функции, в то время как наблюдательный совет – это что-то вроде законодательного органа. Таким образом, совет директоров выступает как бы двухпалатным. Согласно уставу, один или больше членов команды менеджеров компании занимают официальное положение директоров. Такой директор (директора) определяет

политику компании, а существующий параллельно наблюдательный совет может, в принципе, лишь одобрять или не одобрять эту политику, тогда как правление помогает реализовать ее. Согласно законодательству, задачей наблюдательного совета является оказание помощи и контроль над директором (директорами); он действует от лица всех акционеров компании. Обычно наблюдательный совет – не очень подходящее место для отстаивания интересов венчурного инвестора в качестве акционера. Но это самое лучшее место для воздействия на высших руководителей компании, оказания им помощи и действий в качестве их спарринг-партнера. Велика вероятность, что интересы венчурного инвестора будут отличаться от интересов других акционеров компании, а возможно, даже противоречить им. Чаще всего такое случается, когда венчурный инвестор решил, что наступил момент, выгодный для выхода, а у руководителей компании и у других акционеров имеются совсем другие планы насчет времени и методов выхода.

Получение места в наблюдательном совете не означает, что венчурному инвестору не требуется в компании положение привилегированного акционера, дающее возможность принудить к действиям, которые могут понадобиться для получения максимальной доходности от инвестиций. Иногда одному и тому же лицу бывает трудно действовать и как члену наблюдательного совета, и как представителю привилегированного акционера. Поэтому если венчурный инвестор получает место члена наблюдательного совета, то разумно, чтобы его коллега действовал как привилегированный акционер. Это может оказаться полезным тогда, когда на заседании решаются вопросы, по которым существует конфликт интересов между отдельными акционерами и/или менеджерами компании.

Нередко венчурному инвестору имеет смысл получить место в том или ином совете и назначить своим представителем на это место человека со стороны в качестве независимого директора, действующего от лица и в интересах всех миноритарных акционеров, а не только венчурного инвестора. Если создается синдикат венчурных фондов, то один из партнеров по синдикату часто представляет остальных в совете инвестируемой компании. Иногда хорошо известный «специалист со стороны», независимый директор, пользующийся доверием венчурных инвесторов, может оказаться наилучшим членом совета. В то же время большой ошибкой венчурного инвестора может оказаться попытка (хотя бы частично) освободить себя от обязанностей управления собственными инвестициями. Несмотря на то что многие прямые контакты с менеджерами инвестируемой компании перейдут в ведение «представителя» – независимого директора, фидуциарная ответственность за судьбу инвестиций обязывает венчурного инвестора непосредственно и тщательно контролировать развитие событий в проинвестированном бизнесе.

Насколько глубоко венчурному инвестору следует вникать в деятельность компании? Ответ прост: настолько, насколько этого требует задача снизить риски и повысить доходность его инвестиции. Но во всех случаях это всегда очень индивидуально и зависит от конкретной ситуации. Контакты венчурного инвестора с менеджерами портфельной компании должны быть настолько частыми, насколько это необходимо для хорошей информированности. По крайней мере раз в квартал (хотя бы для того, чтобы обсудить квартальный отчет) следует встретиться с менеджерами компании и другими акционерами, даже если никаких серьезных проблем и не возникло.

Основываясь на своем положении привилегированного акционера, венчурный инвестор может претендовать на определенные



права в отношении важных решений. Обычно в тех случаях, когда венчурный инвестор является самым крупным источником финансовых средств акционерного капитала компании, хотя при этом и не имеет контрольного пакета акций, он претендует на право вето в следующих случаях:

- Назначение и выплата вознаграждения исполнительному директору.
- Утверждение годового отчета.
- Утверждение сметы доходов и расходов и бюджета.
- Непредвиденные инвестиции вне утвержденного плана и в объеме выше определенной суммы.
- Создание и ликвидация дочерних структур и филиалов.
- Эмиссия нового акционерного капитала или выпуск других финансовых инструментов, конвертируемых в акционерный капитал.
- Смена вида деятельности компании.

Этот список – лишь небольшая иллюстрация того, с чем придется иметь дело в компаниях на разных стадиях их развития.

Требую предоставить ему все эти «права», венчурный инвестор возлагает на себя соответствующие обязанности. Ведь чтобы принимать ответственные решения, он должен располагать значительной, если не исчерпывающей, информацией. Недостаток информации у венчурного инвестора может привести не только к задержке принятия важных и адекватных решений, но даже и к серьезной дезорганизации управления компанией.

## 16.8. Вовлеченность венчурного инвестора в дела компании

Степень вовлеченности венчурного инвестора в работу компании определяется целым рядом факторов:

- Размер инвестиций.
- Потребность в помощи и содействии.
- Готовность менеджмента следовать советам.
- Опыт в определенных областях работы компании.
- Статус ведущего инвестора в случае синдикации.
- Состояние компании и бизнеса, в котором она работает.
- Отношения с предпринимателем.
- Наличие времени.

### 16.8.1. Размер инвестиций

Степень вовлеченности венчурного инвестора и внимание, уделяемое компании, будут непосредственно зависеть от объема инвестируемых в компанию средств, которые определяют как размер ожидаемого возврата на инвестиции, так и потенциальные убытки для инвестора.

### 16.8.2. Потребность в помощи и содействии

Понятно, что в случае опытной и полной по составу управленческой команды компания потребует меньше внимания со стороны венчурного инвестора. Вместе с тем данная ситуация может означать, что время, выделенное венчурным инвестором на работу с компанией, удастся использовать наиболее эффек-

тивным образом (например, на разработку вопросов стратегии, а не на обсуждение технических деталей учета).

### 16.8.3. Готовность менеджмента следовать советам

Готовность менеджмента следовать советам венчурного инвестора является важным фактором его вовлечения в работу компании, так как стимулирует его к увеличению содействия. Напротив, нежелание менеджеров реализовывать советы венчурного инвестора, в особенности в условиях неблагоприятного развития событий и проблем, которые встречает компания, ведет к снижению его активности, охлаждению отношений, и в конечном счете снижает уровень доверия. Важным является выделение сфер, где советы венчурного инвестора приветствуются, и областей (как правило, это вопросы повседневного бизнеса), где они не требуются и означают потерю времени для обеих сторон.

### 16.8.4. Опыт в определенных областях работы компании

Помимо опыта в финансовых вопросах венчурный инвестор, с учетом практики его инвестиций, может в отдельных отраслях и сферах бизнеса также иметь ценный опыт. Любые области соответствующего опыта венчурного инвестора должны вызывать неподдельный интерес компании и активно использоваться.

## 16.8.5. Статус ведущего инвестора в случае синдикации

Понятно, что в случае синдикации венчурный инвестор в качестве ведущего инвестора синдиката будет оказывать компании добавочное внимание в рамках его фидуциарной ответственности перед другими участниками синдиката. Повышенное внимание к компании будет вызвано и факторами репутационного риска для венчурного инвестора в случае успеха компании.

## 16.8.6. Состояние компании и сферы бизнеса, в которой она работает

Понятно, что если компания либо отрасль или сектор, в которых она ведет бизнес, окажутся в проблемной ситуации, то внимание, уделяемое венчурным инвестором компании, неизбежно возрастет. Каждый венчурный инвестор просто обязан работать над решением проблем, которые угрожают его инвестиции. Большая часть времени венчурных инвесторов тратится именно на решение проблем компаний, в которые они инвестировали, а не на поиск, обсуждение и проработку новых сделок или на сотрудничество с компаниями, рост которых стабилен и состояние не вызывает опасений.

## 16.8.7. Отношения с предпринимателем

Часто степень вовлеченности венчурного инвестора в работу с компанией (даже в ущерб другим компаниям и будущим сделкам) определяется сложившимися хорошими отношениями с предпринимателем.

## 16.8.8. Наличие времени

Наличие времени является основным фактором, который определяет степень вовлеченности венчурного инвестора в бизнес проинвестированных компаний. В случае если компания небольшого размера и не испытывает проблем, вовлеченность венчурного инвестора будет минимальной, и наоборот. Отсутствие со стороны венчурного инвестора внимания не должно интерпретироваться как отсутствие интереса к компании. Объем внимания обратно пропорционален успеху финансируемой компании. Как правило, венчурный инвестор осознает, что он не в состоянии принести успех самой компании и единственное, что он может, это помочь предотвратить или минимизировать потери.

## 16.9. Общение

Должно стать правилом, что все основные и принципиальные вопросы решаются совместно с венчурным инвестором, так как, с одной стороны, он партнер, а с другой – он обычно неплохо разбирается в такого рода вопросах или знает, с кем можно посоветоваться. Большинство венчурных инвесторов – занятые люди, и ежедневное общение будет для них обременительным. Нормальным периодом общения является неделя-две.

Необходимо использовать все возможности для вовлечения венчурного инвестора в текущие операции компании, например, снабжая его регулярной управленческой отчетностью, сведениями о назначениях менеджеров и т.п., которые получают все топ-менеджеры компании. Целесообразно немедленно сообщать венчурному инвестору о любых проблемах на рынке, которые идентифицировала компания, так как одними из самых неприятных моментов для венчурных инвесторов и банкиров всегда

являются любые неожиданности, поскольку их анализ и подготовка проектов их решений всегда требуют времени и не должны проводиться впопыхах.

Работа с инвестором, направленная на увеличение степени его вовлеченности в бизнес и интереса к нему, улучшение понимания работы компании, активизацию и максимальное использование интеллектуального капитала венчурной компании, включает в себя следующие основные элементы:

- Ежемесячная финансовая и оперативная управленческая отчетность.
- Регулярные заседания совета директоров.
- Регулярные встречи.
- Совместные проекты.
- Укрепление доверия.

### 16.9.1. Ежемесячная финансовая и оперативная отчетность

Обычно предоставление ежемесячной финансовой и оперативной управленческой отчетности является обязательным условием инвестиций. Регулярное получение ежемесячных отчетов расценивается венчурным инвестором по важности следующим непосредственно за регулярной выплатой процентов по задолженностям. Нерегулярность получения или задержка отчетности служит индикатором неблагоприятной ситуации в компании и не позволяет венчурному инвестору эффективно участвовать в управлении компанией. Не менее важными являются точность и адекватность ежемесячных отчетов. В любом случае венчурный инвестор получит аудированный годовой отчет, и при обнару-

жении неожиданных и значительных расхождений доверие будет потеряно. Финансовые отчеты должны давать информацию накопительным итогом в разрезе трех таблиц (баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении потока наличности), а оперативная управленческая отчетность должна комментировать полученные финансовые результаты компании и изменения состояния рынка.

#### 16.9.1.1. Источники информации

Для хорошего управления венчурными инвестициями требуется практически та же информация, которая была необходима при принятии решения об инвестировании. Источники получения информации – те же самые, которые были использованы на этапе тщательного изучения: это не только информация, полученная от проинвестированной компании, но и информация, добытая из различных внешних источников. Однако самой по себе этой информации еще недостаточно – требуется ее квалифицированный анализ. Поскольку данные и анализ, на основе которых было принято решение об инвестировании, содержатся в инвестиционном меморандуме, именно этот документ дает четкое представление о том, какая информация необходима для венчурного менеджмента и как ее следует анализировать. Меморандум также составляет базу для сравнения оценок, сделанных в прошлом, с теми, что производятся сейчас.

#### 16.9.1.2. Финансовая информация компании

Нередко венчурных инвесторов путают с обычными «банкирами», не имеющими представления о реальных проблемах данного бизнеса, и пытаются им объяснить, что компания – это не просто «некоторая совокупность цифр». Это глубокое заблуждение. Подобная точка зрения также далека от истины,

как и утверждение, что менеджмент способен обойтись без надлежащей финансовой информации. Минимальный объем финансовой информации, которым должен располагать венчурный инвестор, включает:

- Ежемесячный отчет о прибылях и убытках компании.
- Квартальные отчеты о прибылях и убытках с приложенной балансовой ведомостью.
- Квартальный прогноз потоков наличности (реальных денежных потоков).
- Сметы доходов и расходов на год.

Это только минимум. Для компаний на этапах стартап и выкупов LBO (LBI) важны более детальные и оперативные сведения о денежных потоках – в этих случаях требуются помесечные прогнозы потоков наличности. Хотя надо признать, что на этапе стартап такое требование может быть трудновыполнимым. Венчурный инвестор не должен проявлять в данном вопросе излишней мягкости и допускать задержку информации, потому что инвестиции следует осуществлять лишь при наличии обоснованной сметы и полностью укомплектованной бухгалтерской службы, независимо от размеров самой компании.

### 16.9.1.3. Управленческая информация компании

По крайней мере ежеквартально менеджеры должны представлять инвестору свой отчет о развитии компании. В нем финансовая отчетность сопоставляется со сметой и дается анализ причин расхождений. Конечно, в малых компаниях это создает значительные трудности, но практика показала, что в конечном итоге такой анализ облегчает работу самим менеджерам компании. Они вынуждены оценивать развитие своего бизнеса по



определенной формальной схеме и сообщать, как они будут действовать в различных ситуациях.

В отчете должны быть также отражены и другие аспекты развития компании. Например, изменение числа служащих, состояние, в котором находится разработка новых изделий, перспективы у новых направлений бизнеса, наличие или отсутствие крупных новых заказов и/или проектов и т.п. Особое внимание следует уделять упущенным заказам и несостоявшимся проектам. В зависимости от типа бизнеса менеджеры должны сообщать об объеме невыполненных заказов и количестве перспективных деловых предложений. Возможно, в ряде случаев эта информация необходима ежемесячно. В этом же отчете должна содержаться точка зрения руководителей компании о перспективах развития рынка, на котором действует компания; сведения о конкуренции, новых изделиях, технологиях и рыночных тенденциях. Всякие изменения в составе команды менеджеров компании (в том числе менеджеров второго эшелона) должны доводиться до сведения венчурного инвестора, причем не только на регулярной основе, но и сразу же, когда они происходят.

Годовые отчеты инвестируемой компании являются весьма важным источником информации. Они должны представляться вместе с заключением аудитора. Желательно, чтобы венчурный инвестор имел право вето в отношении утверждения годового отчета и выбора аудитора. Протоколы собраний акционеров и совета директоров также содержат важную для венчурного инвестора информацию. Их следует подготавливать сразу же после собрания, особенно если следующее собрание будет не очень скоро.

#### 16.9.1.4. Информация из других источников

До момента инвестирования венчурный инвестор довольно осторожно относится к информации, получаемой им от менеджеров выбранной для инвестиции компании. Нет особых причин менять это отношение к информации и после того, как инвестирование осуществлено. Венчурному инвестору следует продолжать сбор внешней информации по изделиям, технологиям, рынкам, конкурентам и потребителям продукции. Дело в том, что управлять инвестицией можно лишь на основе достоверной информации, а у большинства менеджеров отмечается определенный субъективизм в оценке собственного бизнеса.

Венчурные инвесторы несут прямую фидуциарную ответственность перед своими собственными инвесторами, которые также должны получать от них информацию. Так же, как в отношении портфельной компании венчурный инвестор не потерпит, чтобы кто-то из ее управляющих прятался один за другого, так и никто из его инвесторов не позволит ему «сваливать» свою ответственность на менеджеров портфельной компании. Кроме того, хорошо информированный венчурный инвестор сможет завоевать уважение менеджеров инвестируемой компании, результатом чего будет более успешное сотрудничество между ними. Основываясь на объективной информации, венчурный инвестор способен действовать как ценный спарринг-партнер команды менеджеров проинвестированной компании.

#### 16.9.1.5. Обработка информации

Всякую информацию необходимо не просто проанализировать, но и сделать удобной для использования в работе по управлению венчурными инвестициями. Это требует от венчурного инвестора существенных усилий и больших затрат времени, поскольку объем необходимой для успешной работы информа-

ции огромен. Поэтому обработка информации должна быть должным образом и умело организована. Чтобы стандартизировать информацию, можно составлять все отчеты по разным компаниям в одном и том же формате, используя в качестве образца, например, формат первоначального инвестиционного предложения. Таким образом, инвестиционная заявка вместе с ежеквартальными отчетами может стать «официальной» справкой для венчурного инвестора относительно того, насколько успешно проходит все цепочка этапов цикла инвестирования. За счет этого можно будет добиться, чтобы ни одно из обстоятельств, считавшихся важным на момент инвестирования, не было упущено. А при необходимости работа с данным инвестиционным проектом может быть легко передана другому менеджеру.

Информация, собранная по одной инвестиционной сделке, может оказаться важной и полезной для другой (реализованной или возможной) инвестиционной сделки. Создание единой и гибкой базы данных может помочь процессу накопления и использования информации. Значение же такой базы данных увеличивается по мере роста управляющей компании венчурного фонда, особенно если ее офисы находятся на значительном удалении друг от друга или в разных странах.

## 16.9.2. Регулярные заседания совета директоров

Считается, что в совет директоров растущей компании не следует включать более семи-девяти членов, в том числе одного-двух представителей управляющей компании венчурного фонда. Полезно также включить в состав совета одного-двух независимых директоров из числа экспертов данной отрасли или сектора. В случае синдикации – один или несколько членов

совета директоров должны представлять весь синдикат. В некоторых случаях венчурный инвестор не станет членом совета (из-за боязни ответственности и возможных вытекающих из нее рисков), но будет участвовать в заседаниях совета для того, чтобы получать информацию их первых рук.

Заседания совета директоров должны быть регулярными и проходить не реже раза в месяц, в два месяца, в квартал. Очное заседание совета директоров дает возможность личного общения, обсуждения вопросов в полном объеме и в обстановке доверия. Каждый совет директоров должен иметь повестку дня и следовать ей в ходе заседания. Документы для обсуждения и согласования необходимо рассылать заранее (не позднее одной, а по финансовым вопросам – двух недель перед заседанием). Первым вопросом повестки дня всегда должен стоять вопрос финансового отчета и имеющихся отклонений полученных показателей от запланированных, а затем пойдут вопросы финансового планирования, вопросы нового раунда финансирования, подготовки к выходу и т.п.

Для организации более эффективной работы по предварительному рассмотрению материалов, требующему значительного времени для согласований, стоит сформировать несколько комитетов советов директоров (как минимум, по аудиту, назначениям и вознаграждениям, стратегическому развитию, по бюджету и инвестициям). В часть из комитетов войдут только члены совета директоров, в часть – также и топ-менеджеры компании. Эти комитеты не принимают решения, а на основе детального предварительного обсуждения вопросов вырабатывают рекомендации для совета директоров. Они представляют собой своего рода «кружки по интересам» для членов совета директоров, и на их заседаниях, как правило, принято приглашать всех заинтересованных членов совета.

Также целесообразно на каждом заседании заслушивать руководителя одного из блоков компании (производственного, маркетинга и продаж, развития бизнеса и т.п.), организовав это таким образом, чтобы такого рода отчеты состоялись для каждого из руководителей высшего звена компании не реже одного раза в год. На заседании совета директоров нужно также рассматривать отчеты, подготовленные нанятыми компанией консультантами, например, по исследованию рынка, совершенствованию управления компанией и т.п. Иногда стоит сочетать проведение заседания с посещением завода с целью демонстрации изменений в производственных мощностях – оборудовании, технологии.

### 16.9.3. Регулярные встречи

Встречи топ-менеджеров портфельной компании с представителями управляющей компании финансирующего ее венчурного фонда должны быть регулярными – так, чтобы вместе с заседаниями совета директоров личное общение происходило не реже двух раз в месяц. Встречи необходимо подготавливать. Должна быть повестка дня, а документы для обсуждения необходимо рассылать заранее. Вопросы для обсуждения должны охватывать все существенные вопросы бизнеса компании, например:

- Изменения в отношениях с поставщиками и покупателями, в конкуренции; события, происходящие на рынке; появление новых продуктов, изменения в технологиях и т.п.
- Планируемые капиталовложения и замена оборудования; вопросы кредитования, аренды, лизинга.

- Изменения портфеля заказов, изменения в себестоимости и эффективности производственного процесса, маркетинга, продаж.
- Изменения в штате, увольнение и прием новых менеджеров и ключевых сотрудников; изменение оргструктуры, создание новых подразделений.

#### 16.9.4. Совместные проекты

Выполнение совместных проектов в области совершенствования организационного и финансового управления является одной из важных форм работы венчурного инвестора с проинвестированной компанией. Венчурный инвестор принимает непосредственное участие в выборе проблем для их решения с использованием внешних экспертов и консультантов, в подготовке технического задания, выборе исполнителя, работе управляющего комитета проекта, приемке результатов проекта, иногда в финансировании проекта, если он оказывается «неподъемным» для портфельной компании. Такие проекты целесообразны в области совершенствования финансового управления, уточнения или корректировки стратегии компании, разработки системы поощрения и т.д. При этом по проектам, инициированным управляющей компанией, она может взять на себя часть оплаты услуг высокопрофессиональных внешних консультантов в качестве стимула для их привлечения. Помимо решения насущных проблем портфельной компании такая совместная работа способствует укреплению доверия между предпринимателем и венчурным инвестором.

## 16.9.5. Укрепление доверия

Общение между представителями проинвестированной компании и венчурным инвестором должно вести к укреплению доверия между ними как партнерами. Доверие не возникает на одном месте, его необходимо строить и постоянно укреплять. При этом надо быть информативным, доказательным и честным, всегда выполнять сказанное и обещанное. Для портфельной компании при подготовке важных решений или анализе внезапно возникших проблем всегда целесообразно советоваться с венчурным инвестором, по крайней мере информировать его. Дистанция между компанией и инвестором – не более одного телефонного звонка или электронного письма.

Можно предложить следующий список событий и действий топ-менеджеров портфельной компании, которые не приветствуются венчурными инвесторами, нарушают соглашения, трактуются как потенциальный ущерб компании и ведут к потере доверия:

- Смена региона местожительства.
- Начало нового или участие в параллельном бизнесе.
- Несогласованные сделки M&A.
- Отсутствие концентрации на основном продукте компании и переключение внимания на новый продукт, который не был согласован с инвестором.
- Несогласованный выпуск нового продукта, не предусмотренного бизнес-планом.
- Несогласованные изменения организационной структуры компании.
- Продажа акций, принадлежащих венчурному инвестору.

- Списание задолженности.
- Арифметические ошибки в отчетах и прогнозах.
- Неготовность снижать накладные расходы в кризисной ситуации.

## 16.10. Приращение стоимости

Приращенная (добавленная) стоимость (added value) часто упоминается в связи именно с венчурным капиталом. Расчет на помощь в приращении стоимости часто объясняет, почему менеджеры/предприниматели обратились к данному венчурному инвестору. Как же происходит приращение стоимости компании?

Существует множество мероприятий, которые необходимы для хорошего управления венчурной инвестицией. Успешное осуществление этих мероприятий, как правило, увеличивает стоимость компании. Благодаря этим мероприятиям информация о компании становится более прозрачной. У команды менеджеров компании появляется хорошо информированный спарринг-партнер, с которым можно обсуждать вопросы развития компании.

Поскольку венчурные инвесторы приходят в компанию не как консультанты, а именно как инвесторы, рискующие собственными средствами или средствами, находящимися в доверительном управлении, сам факт инвестирования в данный бизнес также увеличивает стоимость компании.

Больше всего венчурный инвестор увеличивает стоимость компании тем, что помогает ей создать самую лучшую для этого бизнеса команду менеджеров. Ключом к этому может оказаться такая реорганизация производства и управления, которая



позволяет отыскать и использовать в существующих командах какие-то взаимодополняющие качества сотрудников, их умения и навыки. Это не разовое дело. Организации и люди развиваются. Нужные для дела личности и умения должны соответствовать не сегодняшним, а завтрашним потребностям. Так что иногда приходится идти на замену сотрудников. При этом первая задача венчурного инвестора – оценка деловых качеств менеджеров компании. Как только снижается эффективность предприятия, часто пытаются сразу же заменить старшего менеджера, не очень вдаваясь в анализ состава всей команды управляющих в то время, когда работа шла хорошо. Между тем лучше в такой ситуации проявить «конструктивное недовольство», которое действительно способно исправить положение.

## 16.11. Сигналы о неблагоприятном положении компании

Компании всегда посылают скрытые сигналы о своем неблагоприятии, которые венчурный инвестор должен уметь распознавать и вовремя на них реагировать. Как правило, предприниматели оптимистичны и, как следствие, нереалистичны в оценке проблем и редко способны идентифицировать их на ранней стадии. Венчурный инвестор может стать первым, кто заметит неблагоприятные сигналы о ситуации в компании, среди которых можно выделить следующие:

- Задержка платежей.
- Убытки.
- Задержки в предоставлении финансовой отчетности.
- Низкое качество финансовых отчетов.
- Существенные изменения в балансе.
- Недоступность предпринимателя для контакта.
- Воровство.
- Существенные корректировки отчетности.

### 16.11.1. Задержка платежей

Задержка в выполнении обязательств компании перед венчурным инвестором по обслуживанию долга (например, в форме долгового обязательства *debenture*) обычно связана с проблемами с потоком наличности, необходимостью перераспределить свободные средства, увеличить оборотный капитал – что, как правило, сигнализирует о наличии проблем у компании. Своевременность обслуживания задолженности венчурному инвестору должна стать аксиомой, и в любом случае, если задержка неизбежна, необходимо заранее информировать о ней.

С информацией о задержках компанией платежей венчурному инвестору могут обратиться и банки, и торговые партнеры компании. Каждый такой случай должен быть тщательно проанализирован и изучен, так как задержки с платежами выступают в качестве сигнала о неблагоприятном положении в компании не только для инвестора, но и для рынка, и потенциальных инвесторов следующего раунда.

### 16.11.2. Убытки

Убытки в ежемесячной финансовой отчетности немедленно привлекут внимание венчурного инвестора. Как правило, такая отчетность не предусматривает части отложенных платежей или затрат, а также не полностью консолидирована, что означает, что итоговые результаты, скорее всего, будут хуже, чем промежуточные. Необходимо объяснить венчурному инвестору, с чем связаны текущие убытки и невыполнение плановых показателей, а также меры, которые разработаны компанией по улучшению ситуации.

### 16.11.3. Задержки в предоставлении финансовой отчетности

Задержки в предоставлении финансовой отчетности для венчурного инвестора всегда означают, что компания теряет управляемость или по какой-либо причине скрывает свои финансовые результаты.

### 16.11.4. Низкое качество финансовых отчетов

Низкое качество финансовых отчетов и недоверие, которое они вызывают, также свидетельствуют о том, что компания теряет управляемость или по какой-либо причине скрывает финансовые результаты. Иногда предоставление неправильной отчетности хуже, чем ее непредоставление.

### 16.11.5. Существенные изменения в балансе

Особенно опасным для венчурного инвестора будет рост кредиторской задолженности (accounts payable) или снижение дебиторской задолженности (accounts receivable) в сочетании с ростом количества товара на складе, что свидетельствует о снижении оборотного капитала и/или снижении кредита для компании. Другим сигналом о появлении проблем служит существенный рост дебиторской задолженности. Любые существенные изменения структуры баланса требуют немедленного объяснения и информации о принятых мерах.

### 16.11.6. Недоступность предпринимателя для контакта

Недоступность предпринимателя для контакта – по телефону или личного, а также задержка в ответах на сообщения по электронной почте, переносы запланированных встреч и заседаний совета директоров воспринимаются венчурным инвестором как серьезные показатели неблагоприятной ситуации в компании. При необходимости внезапного отъезда топ-менеджеров компании необходимо извещать об этом венчурного инвестора.

### 16.11.7. Воровство

Информация о росте воровства со склада компании, включенная или не включенная в оперативную отчетность, в особенности если оно не покрывается страхованием, служит сигналом неблагоприятной для венчурного инвестора ситуации в компании. Аналогичную реакцию вызовет информация о пожарах, затоплениях и т.п. Данные приемы, как правило, используются не для того, чтобы обогатить предпринимателя, а для того, чтобы скрыть убытки или попытаться списать их за счет страхования.

### 16.11.8. Существенные корректировки отчетности

Необходимость существенной корректировки текущей отчетности при подготовке годовой отчетности (увеличение затрат и резервов, списание запасов, отказ от капитализации части затрат аудитором и т.п.) служит индикатором проблем в компании, как с точки зрения самого бизнеса, так и организации финансового управления бизнесом.

## 16.12. «Красные флажки» опасности

Можно встретить и другие формулировки, и другой состав сигналов о неблагоприятном положении компании. Вот некоторые из них:

- Вдруг отчеты начинают запаздывать. Очень часто причиной этого являются плохие результаты, а для «творческого бухучета» нужно время.
- Один из финансовых руководителей компании вдруг увольняется. Это может быть результатом конфликта между ним и одним из директоров по поводу того же бухгалтерского «творчества».
- Происходит изменение в учетной политике, особенно если речь идет о методах капитализации или затратах на маркетинг.
- Менеджеры приобрели себе новые, более дорогие, автомобили вскоре после инвестирования.
- Приходят отчеты менеджеров, где нет некоторых ранее существовавших разделов. Вполне вероятно, что именно в опущенных областях производства дела пошли плохо.
- Приходит предложение освоить новый рынок, когда на старом рынке дела идут неважно. Это может означать, что товары или услуги не пользуются спросом и вместо анализа причин руководители пытаются «убежать» от проблем.
- Конечно, в разных странах эти сигналы подаются по-разному, в зависимости от местной культуры бизнеса. Главное в искусстве венчурного инвестора – всегда иметь чуткую «антенну», настроенную на эти сигналы.

## 16.13. Причины проблем компании

На вопрос: «Что делает компанию хорошей?» венчурный инвестор всегда отвечает: «Отличный менеджмент». Индикатором хорошего качества менеджмента служит стабильный рост показателей и стоимости компании, в противном случае – менеджмент не хорош. Среди двух основных факторов возникновения финансовых проблем венчурный инвестор, как правило, выделяет два:

- Неадекватное финансовое управление.
- Недокапитализация.

### 16.13.1. Неадекватное финансовое управление

Большая часть предпринимателей в состоянии подготовить хороший бизнес-план и прогнозы, а также в состоянии оценить требуемый компании капитал и условия его привлечения. Тем ни менее создать систему финансового мониторинга и анализа, базирующуюся на адекватном внутреннем учете, а также систему бюджетирования и объединить их в рамках автоматизированной системы управления компанией (management information system (MIS) или enterprise resource planning (ERP) system), т.е. сформировать систему финансового управления компании, может далеко не каждый.

Отличительной чертой такой системы будет взаимосвязь трех основных финансовых форм и единая методология планирования, учета и отчетности, тогда как большинство предпринимателей на первых этапах ведения бизнеса ограничиваются планированием и контролем потока наличности. Для разработки такой системы целесообразно привлечение специалистов по финансовому управлению и ИТ. Венчурный инвестор заинтере-

сован в наличии такой системы в компании и поставит вопрос о необходимости ее создания еще на этапе переговоров, а также примет активное участие в этой работе.

### 16.13.2. Недокапитализация

Недокапитализация выступает одним из основных источников проблем для небольших компаний. Иногда при привлечении средств предприниматель, по ошибке или из-за неготовности венчурного инвестора, привлекает меньше средств, чем требуется на данном этапе для финансирования роста компании запланированными темпами. Важно иметь в виду, что привлечение дополнительного капитала в рамках действующего раунда финансирования, а не следующего, всегда обходится существенно дороже, и поэтому в ходе раунда денег компании необходимо привлекать не меньше, чем действительно это нужно. Решение проблемы недокапитализации через совершенствование финансового управления возможно лишь в ограниченном масштабе и сопряжено с финансовыми рисками.

## 16.14. Факторы успешности предпринимателя

С точки зрения венчурных инвесторов, существует несколько персональных качеств, которые могут обусловить успех предпринимателя:

- Умение решать проблемы.
- Способность к саморазвитию.
- Внутренние цели.
- Осознание риска потерь.
- Проработка будущих действий и шагов.

### 16.14.1. Умение решать проблемы

Каждый хороший предприниматель владеет мастерством решения проблем. Венчурные инвесторы соглашаются с тем, что это одна из важнейших черт хорошего предпринимателя. Хороший предприниматель идентифицирует проблему, анализирует ее, решает и переходит дальше, к новой проблеме.

### 16.14.2. Способность к саморазвитию

Успешные предприниматели обладают умением двигаться дальше, не останавливаясь на достигнутых результатах. Достижение очередной цели порождает желание поставить новую цель и взяться за ее достижение. Хороший предприниматель растет вместе с целями и задачами, которые он решает.

### 16.14.3. Внутренние цели

Создается впечатление, что жизнью хорошего предпринимателя движут его собственные, внутренние цели. Он любит ставить цели и достигать их, любит соревнование, гонки, и победа не расхолаживает его, так как она не важна сама по себе. Хорошим предпринимателем движет любовь к искусству выигрыша, к процессу борьбы. Деньги важны для хорошего предпринимателя, но лишь как измеритель успеха, а не как самоцель.

### 16.14.4. Осознание риска потерь

Каждый хороший предприниматель способен сформулировать в голове и зафиксировать на бумаге риск абсолютных потерь (downside risk). Он заранее знает, что за катастрофа может произойти в связи с принимаемым им решением. Это позволяет



хорошему предпринимателю принимать решения осознанно: решаться на движение вперед, несмотря на риск, если он видит, как этот риск возможно элиминировать, или останавливаться при понимании, что риск слишком велик и неуправляем. Большинство плохих предпринимателей не умеют оценивать риск потерь.

### 16.14.5. Проработка будущих действий и шагов

Венчурному инвестору часто кажется удивительным, что успешные предприниматели могут предвидеть и способны проработать и отрепетировать предстоящие события. Хороший предприниматель в состоянии вообразить все детали и аспекты того, что требуется для достижения какой-либо цели, и постоянно тренируется в этом умении. Успешный предприниматель в состоянии вообразить, какой будет презентация и психологически настроиться на то, чтобы сделать ее в лучшем виде.

### 16.15. Управление в условиях кризиса

В венчурном сообществе принято считать, что предприниматель имеет только один шанс, и, исходя из этого, попытка сместить менеджмент в случае кризиса последует неизбежно, хотя из этого правила бывают и исключения. В случае если компания столкнулась с серьезными проблемами, естественными желаниями венчурного инвестора будут желания сместить предпринимателя с поста президента и подобрать нового президента, или же оставить действующего президента на время, пока не будет найден новый, или самому возглавить компанию на время поиска.

Если компания попала в кризисную ситуацию, предпринимателю лучше сразу же выложить все детали венчурному инвестору,

объяснить проблемы и то, как он пытается их разрешить. Если предприниматель лжет или скрывает проблемы, другой альтернативы, кроме как заменить его, у венчурного инвестора не будет, так как замена неумного или нечестного президента является обязанностью венчурного инвестора в соответствии с его фидуциарной ответственностью.

В случае кризиса предпринимателю следует быть активным и самому предложить план действий по выводу компании из кризиса или ее спасению, а также представить его другим акционерам и венчурному инвестору. Если план не принят, лучше уйти самому, постаравшись сохранить максимум собственности. Как правило, потери в этом случае будут меньше, чем при открытом конфликте с венчурным инвестором, который неизбежно вызовет существенную потерю стоимости компании. Другим важным правилом венчурного бизнеса будет попытка сохранить основную сумму инвестиций (principal), даже в случае неполучения доходов. Поэтому, обнаружив, что компания в кризисе, венчурный инвестор попытается минимизировать потери.

Действия в случае наступления кризисной ситуации можно условно разбить на следующие этапы:

- Анализ ситуации.
- Выявление, формулирование и решение проблемы.
- Продажа бизнеса.
- Изъятие активов.
- Банкротство.
- Ликвидация.

## 16.15.1. Анализ ситуации

Венчурный инвестор попытается найти способ, как вернуть инвестированные деньги, и для решения данного вопроса он проведет анализ компании с двух точек зрения:

- Во-первых, он проанализирует способность компании зарабатывать деньги, попытается установить, возможно ли решение возникших проблем, в какие сроки, а также, какой ценой. Перед тем как инвестировать добавочные средства (а этого не любит ни один венчурный инвестор), он попытается понять, сохранятся ли в компании активы, пригодные для продажи. Анализ будет напоминать тот, что проводился при принятии решения об инвестировании. Каждый новый доллар будет рассматриваться как новая инвестиция.
- Во-вторых, венчурный инвестор проанализирует капитальные активы компании (то, что принято называть «bricks and mortars» – стены и колонны) с точки зрения их стоимости при ликвидации. Он также взглянет на то, удовлетворятся ли поставщики возвратом товаров, а покупатели – возвратом авансов, проанализирует все активы и пассивы, в том числе и нематериальные (intangible).

## 16.15.2. Выявление, формулирование и решение проблемы

Анализ может не привести к положительным выводам, однако результатом анализа в любом случае будет одно из нескольких следующих решений:

- Спасение компании.

- Продажа бизнеса.
- Изъятие активов.
- Банкротство.
- Ликвидация.

#### 16.15.2.1. Спасение компании

Венчурный инвестор может прийти к выводу, что нужно инвестировать в компанию дополнительные средства, решив таким образом проблему, и поддерживать компанию в качестве работающей. Также он может добавочно нанять специалистов или сделать что-то еще, необходимое для решения проблемы. Это решение может предполагать или не предполагать смены топ-менеджеров, однако практика показывает, что менеджеры не желают этой смены и просят дать им еще один шанс. Хотя, как правило, остаться на позиции менеджера в такой ситуации не в интересах предпринимателя, так как результатом может стать дальнейшее сползание в кризис. Данный вариант предполагает сохранение доверия к большей части менеджерской команды.

#### 16.15.2.2. Продажа бизнеса

Венчурный инвестор может предложить продать компанию или слить ее с более крупной компанией. В любом случае почти любой бизнес, если он работает, стоит больше по сравнению с неработающим бизнесом (в особенности в области услуг и розничной торговли), и это может стать решением проблемы.

### 16.15.2.3. Изъятие активов

Взыскание активов и их изъятие для самостоятельного управления ими или продажи возможно в случае, если инвестиция оформлена в виде долга. Как правило, данный вариант не очень привлекателен для венчурного инвестора, так как он не умеет управлять бизнесом.

### 16.15.2.4. Банкротство

Некоторые венчурные инвесторы предпочитают принудительное банкротство компании, с тем чтобы получить часть ее активов через назначение аффилированного кризисного управляющего. Банкротство помогает приостановить выполнение требований кредиторов и вывести часть активов или выправить кризисную ситуацию в компании.

Проблемой является то, что в большинстве случаев ситуацию исправить не удастся, и большая часть активов попадает к старшим кредиторам.

### 16.15.2.5. Ликвидация

Эффективно проведенная ликвидация компании, предусматривающая распродажу активов и удовлетворение требований кредиторов, может стать хорошим путем выхода из кризиса для венчурного инвестора, и (в отдельных отраслях и секторах) может не только вернуть ему инвестиции, но и принести определенный доход.

## Лекция 17.

# Выход из инвестиции и его варианты

Основная задача сторон инвестиционной сделки – «избавиться» друг от друга в рамках выхода из инвестиции, однако надо иметь в виду, что следующий партнер – финансовый или стратегический инвестор – может оказаться «хуже», чем венчурный инвестор. Не менее важными задачами выступают капитализация стоимости, воплощенной в компании, и обеспечение ликвидности акций.

Среди основных вариантов выхода:

- Публичный рынок (IPO, PO).
- Выкуп доли в бизнесе предпринимателем.
- Продажа бизнеса стратегическому инвестору.
- Продажа доли в компании другому инвестору.
- Ликвидация компании.

### 17.1. Публичный рынок (IPO, PO)

Публичный рынок (IPO, PO) выступает наиболее привлекательным способом выхода, как для венчурного инвестора, так и для предпринимателя, так как предполагает получение наличных с существенной премией плюс обеспечивает ликвидность акционерного капитала и возможность получения недорогого добавочного капитала для новых раундов финансирования.

Выход на публичный рынок предъявляет к компании ряд требований, основным из которых выступает достаточный объем операций, без которого, как показывает практика, не обеспечиваются ни интерес институциональных и индивидуальных портфельных инвесторов, ни ликвидность акций. Выход на публичный рынок требует от компании (по сравнению с другими формами выхода) дополнительных усилий, а также предполагает полную готовность раскрыться для рынка.

### 17.1.1. Готовность к IPO и время его проведения

Инвестиционные банки или брокерские компании (финансовые консультанты) любят рассуждать о готовности или неготовности компании к IPO, исходя из состояния рынка, размера компании (ее продаж и прибыли), истории роста и т.п. Минимальные требования даже на развитых фондовых рынках, на которых существуют специальные площадки для компаний ранних стадий, – это, как правило, 1 млн долл. чистой прибыли и история роста с темпами не ниже 30% в год. Если финансовый консультант называет диапазон цен – лучше ориентироваться на его нижний показатель. Стать публичной компания может только однажды, и этот момент зависит от того, согласны ли акционеры с ценой, которую предлагает финансовый консультант.

Возникает вопрос: «Должны ли в ходе IPO продавать часть своих акций инвестор, предприниматель или все управляющие?». Ответ: «Да, возможно» (но только если речь идет о 2–10% совокупно), и решение об этом примет консультант или андеррайтер (underwriter), исходя из анализа будущей ликвидности и ее перспектив.

Следует иметь в виду, что в России особенности законодательства диктуют проведение IPO сначала в России, а уже потом – вывод акций на международные рынки через ADR или GDR.

### 17.1.2. Аргументы за и против IPO

Среди основных аргументов за первоначальное публичное предложение акций можно назвать следующие:

- Как правило, цена компании при IPO, по сравнению с частным размещением (private placement или trade sale) или продажей стратегическому инвестору (strategic sale), включает в себя определенную премию.
- Обеспечивается постоянная ликвидность рынка акций, поддерживаемая портфельными инвесторами.
- Публичный рынок предлагает компании постоянно действующий источник дополнительного финансирования, доступного по мере необходимости по невысокой цене и при минимальном размывании долей акционеров.
- Только наличие доступа к постоянно работающему и ликвидному рынку акций дает возможность компании привлекать лучший менеджмент, предлагая ему в качестве элемента вознаграждения опционный план.
- Публичные компании пользуются большим доверием у партнеров – поставщиков, покупателей, банков.

Среди основных аргументов против первоначального публичного предложения акций можно назвать следующие:

- Публичная компания должна раскрывать существенный объем информации о своих владельцах и показателях работы. Эти данные могут быть использованы конку-



рентами, а также потребителями и служащими, которые могут потребовать увеличения зарплаты.

- Каждый желающий сможет купить хотя бы одну акцию (и в этом случае будет знать о компании намного больше, чем раньше), так что работа компании станет напоминать «жизнь в аквариуме».
- Компании придется существенным образом увеличить объем обязательной отчетности перед правительственными органами, что вызовет дополнительные расходы.
- Появятся новые акционеры, которые могут оказаться еще более требовательными, чем прежние. Продавая акции, они смогут оказывать влияние на их цену.
- Само по себе IPO – по затратам времени и денег на организацию и проведение – является дорогостоящей процедурой и будет отвлекать внимание менеджмента от выполнения основной работы.
- Стоимость и сама жизнь компании будут сильно зависеть от инсайдерской информации, а на самих инсайдерах будут наложены более строгие ограничения, в том числе в отношении возможностей расходования денег компании.

### 17.1.3. Затраты на IPO

Финансовый консультант взимает плату (особенно высокую, если он действует в качестве андеррайтера), которая достигает 5–10% от суммы IPO. Стандартом можно считать 8%, но на развивающихся рынках плата может быть и выше 12%. Вознаграждение андеррайтера можно снизить, предложив ему опцион на покупку акций, например, установить вознаграждение наличными в 5–6%, а остальное выплатить акциями. Можно

использовать и право «первого отказа» в случае выпуска новых акций.

Придется заплатить вознаграждение и другим участникам процесса подготовки к IPO, например:

- Внешним и собственному юристам.
- Издателю за подготовку и тиражирование проспекта
- Специальной компании за организацию выездной презентации (roadshow).
- Аудитору, который повысит плату за аудиторское заключение, предназначенное не узкому (как ранее), а неопределенно широкому кругу акционеров.
- Финансовым консультантам, которые отрецензируют проспект и финансовые отчеты.

#### 17.1.4. Подбор финансового консультанта

Необходимо вступить в контакт с несколькими финансовыми консультантами, которые работают в регионе или отрасли. Процесс отбора консультанта похож на выбор венчурного инвестора, однако основным фактором отбора консультанта должна стать его репутация в инвестиционном сообществе, которую выяснить и оценить легче, чем в случае венчурных инвесторов, наличие собственного круга доверенных инвесторов, которых называют «квалифицированными инвесторами», а также его возможности как андеррайтера. Возможности выступить в качестве андеррайтера в области дистрибуции выкупленных акций будут особенно важны, так как для обеспечения высокой ликвидности акций необходим достаточно широкий круг инвесторов.

## 17.2. Выкуп доли в бизнесе предпринимателем

Выкуп доли в бизнесе возможен:

- самим предпринимателем;
- трастом менеджеров.

Как правило, возможность выкупа бизнеса предпринимателем предусматривается системой опционов «пут» и «колл» еще при структурировании сделки и согласовании ее условий. В обмен на право венчурного инвестора продать контроль над компанией стратегическому инвестору, выраженное в виде пут-опциона предпринимателя, предприниматель всегда получает колл-опцион на выкуп этой доли.

Для выкупа доли венчурного инвестора предприниматель может воспользоваться потоком наличности компании, заместив его банковским кредитом, или напрямую кредитом, который в дальнейшем может быть рефинансирован путем выпуска компанией долговых обязательств. При этом венчурный инвестор может получить часть платы в форме долгосрочного долгового обязательства, и чем больше эта часть, тем лучше для компании и хуже для венчурного инвестора.

Траст менеджеров, скорее всего, не сможет воспользоваться для выкупа потоком наличности компании, и ему придется использовать краткосрочный дорогостоящий необеспеченный банковский кредит (так называемый bridge loan), который будет рефинансирован выпуском долговых инструментов.

Основной проблемой будет оценка бизнеса, так как в интересах венчурного инвестора будет ее максимизация, а в интересах предпринимателя и менеджеров – минимизация.

## 17.2.1. Оценка бизнеса

Для оценки бизнеса возможно использование множества подходов. Наиболее простыми методами оценки являются методы, построенные на основе следующих показателей:

- Коэффициенты доходности бизнеса (price-to-earnings (P/E), price-to-sale (P/S), price-to-cash-flow multiples).
- Балансовая стоимость (book value).
- Оценочная стоимость (appraised value).
- Дисконтированный денежный поток (discounted cash flow, DCF).
- Заранее согласованная цена (prearranged price), соответствующая определенным «натуральным» или финансовым показателям работы компании.

### 17.2.1.1. Коэффициенты доходности бизнеса

Этот метод оценки бизнеса является наиболее популярным. Коэффициенты рассчитываются на основе данных торгуемых компаний определенной отрасли или сектора, а также на основе данных сделок типа M&A. Результаты оценки корректируются с использованием дисконтов (например, за отсутствие ликвидности акций, страну ведения операций и их объемы, и т.п.) или премий (например, за более высокие темпы или большой потенциал роста).

Для обеспечения сравнимости компаний с разным уровнем заимствования вместо показателя рыночной стоимости (market capitalization – MC) или стоимости акционерного капитала (equity value) необходимо использовать показатель стоимости предприятия (enterprise value – EV), который рассчитывается как

сумма стоимости акционерного капитала и задолженности, по которой выплачивается процент наличными.

Основными коэффициентами выступают:

- $EV/Sales$  или  $EV/Revenues$ .
- $EV/FCF$ .
- $EV/EBITDA$  (или  $EV/IBITDA$ ).
- $EV/NI$  или  $EV/Earnings$ .

**$EV/Sales$  или  $EV/Revenues$ .** Компании отдельных отраслей и секторов бизнеса (например, «Радио FM») традиционно принято оценивать в объемах продаж, так как сделки типа M&A и торгуемые компании также оцениваются с использованием данного показателя.

**$EV/FCF$ .** Для некоторых отраслей данный коэффициент лучше отражает качество бизнеса, по сравнению с показателем, использующим чистую прибыль. (FCF – free cash flow, свободный денежный поток.)

**$EV/EBITDA$ , или  $EV/IBITDA$ , или  $EV/OIBDA$**  (OIBDA – операционная прибыль до вычета износа основных средств и амортизации нематериальных активов). Как правило, коэффициенты, использующие  $EV/EBITDA$ , или  $EV/IBITDA$ , или  $EV/OIBDA$ , дают более точную информацию, чем коэффициенты, использующие поток наличности. Для некоторых отраслей данный коэффициент лучше отражает качество бизнеса, по сравнению с показателем, использующим чистую прибыль  $EV/NI$  или  $EV/Earnings$ . (NI – net income, чистый доход.)

**$EV/NI$  или  $EV/Earnings$ .** Наиболее популярный коэффициент.

### 17.2.1.2. Балансовая стоимость (book value)

Данный метод оценки стоимости в венчурном бизнесе используется довольно редко, так как он не позволяет отразить в получаемых оценках стоимости высокую динамику роста и потенциал развития компании. Балансовая стоимость капитальных активов молодой компании, как правило, не соответствует стоимости бизнеса и близка к нулю.

### 17.2.1.3. Оценочная стоимость (appraised value)

Иногда компромиссом между предпринимателем и венчурным инвестором может стать оценка бизнеса, выполненная независимым авторитетным консультантом. При оценке, как правило, используется комбинация вышеперечисленных методов, и оценивается как действующий бизнес, так и его ликвидационная стоимость. При существенной разнице в оценках, как правило, берется более высокая из них.

### 17.2.1.4. Дисконтированный поток наличности (discounted cash-flow)

Понятный и логичный метод, который, однако, в случае венчурных инвестиций, осуществляемых в небольшие быстрорастущие компании, также довольно плохо применим. Причина этого в том, что выход из компании завершается на переходном этапе от динамичного роста к насыщению. В этих условиях затруднительно спрогнозировать поток наличности и выбрать верную ставку дисконта.

### 17.2.1.5. Заранее согласованная цена (prearranged price)

Самый простой метод, который, однако, на практике почти не используется, так как стоимость компании трудно предвидеть; предприниматель боится запросить слишком высокую цену и взять на себя слишком высокие обязательства, а венчурный инвестор не любит никаких ограничений на доходность в условиях ничем не ограниченного риска. Решение может быть найдено в составлении формулы или таблицы, в которой соответствующей стоимости бизнеса (EV) соответствуют достигнутые к согласованному моменту определенные финансовые показатели работы компании, например, объем продаж или EBITDA.

## 17.3. Продажа бизнеса стратегическому инвестору (или прямая продажа)

Следует помнить, что стратегический инвестор (стратегический покупатель) обязательно приобретает контроль над компанией (в противном случае она не может быть консолидирована в его финансовую отчетность как часть бизнеса и будет рассматриваться как финансовая инвестиция). Поэтому одновременно с «избавлением» от венчурного инвестора основатели компании и другие акционеры избавляются и от своей компании. При продаже компании стратегическому инвестору используются две основные формы:

- Продажа акций.
- Продажа активов.

При использовании каждой из этих форм могут применяться три основные формы платежа (как правило, в сочетании):

- Наличные.
- Акции.
- Долговые обязательства.

### 17.3.1. Продажа акций

#### 17.3.1.1. Продажа акций за наличные

Самый простой и привлекательный, с точки зрения венчурного инвестора, способ продажи.

#### 17.3.1.2. Продажа акций за долговые обязательства (ноты)

Этот инструмент менее привлекателен для венчурного инвестора, но иногда более привлекателен для предпринимателя, продающего свой бизнес, так как решает вопрос риска управления активами (хотя, вернее, не решает, а замещает данный риск кредитным риском стратегического инвестора) до момента погашения долгового обязательства. Учитывая, что стратегическим покупателем, как правило, выступает крупная, действительно стратегическая компания, ее кредитоспособность может не вызывать сомнений и кредитный риск будет минимальным. Существует специальный прием для минимизации кредитного риска: можно продать все акции, за исключением небольшого количества, самой компании и получить от нее обязательство, обеспеченное активами. Оставшаяся небольшая часть продается инвестору за наличные, и он становится единственным акционером, в то время как долговое обязательство продолжает действовать. Использование долгового обязательства в качестве



средства платежа может быть связано и с определенными налоговыми преимуществами.

### 17.3.1.3. Продажа акций за акции

Такая сделка может быть привлекательна как для венчурного инвестора, так и для предпринимателя, если стратегическим покупателем выступает большая компания с ликвидными акциями. Данная форма платежа позволяет отложить налогообложение доходов до момента продажи полученных акций. При использовании данной формы необходимо получить регистрационные права.

## 17.3.2. Продажа активов

### 17.3.2.1. Продажа активов за наличные

Может иметь преимущества с налоговой точки зрения. Например:

- При продаже активов и обязательств за наличные компания останется только с наличными, и ее легко ликвидировать и распределить остаток между акционерами.
- При этом варианте возможно перерегистрировать компанию во взаимный фонд, и тогда акции станут долями, а наличность можно инвестировать в не облагаемые налогами активы и пользоваться не облагаемыми налогами дивидендами.

Есть и некоторые подводные камни (если цена продаж отличается от балансовой стоимости), и возможен риск подвергнуться двойному налогообложению.

### 17.3.2.2. Продажа активов за долговые обязательства

В некоторых случаях стратегический инвестор может не располагать наличными в объеме, требуемом для выкупа контрольного пакета. В качестве обеспечения могут использоваться сами активы, но срок обязательств не должен быть большим. Номинация обязательств может быть мелкой, тогда их можно будет распределить среди акционеров и не заботиться о вопросах учета погашения. После продажи активов компании обязательства инвестора будут единственным ее активом. По мере погашения обязательств средства будут распределяться среди акционеров в соответствии с планом ликвидации. Учитывая, что стратегическим покупателем обычно выступает крупная, действительно стратегическая, компания, ее кредитоспособность может не вызывать сомнений и кредитный риск будет минимальным.

### 17.3.2.3. Продажа активов за акции

Как и в случае продажи акций, продажа активов может быть привлекательна и для венчурного инвестора, и для предпринимателя, если стратегическим покупателем является большая компания с ликвидными акциями. Полученные акции могут быть распределены среди акционеров по плану ликвидации. При использовании данной формы также необходимо получить регистрационные права.

## 17.3.3. Другие формы платежа

Могут быть использованы и другие формы платежа, например:

- Договоренность о дополнительных платежах (earn-out basis) – сочетание фиксированной платы наличными

плюс рассрочка платежа в форме согласованного процента от прибыли сверх определенной величины в течение нескольких лет.

- W2 – используется в случае, если компания находится в неудовлетворительной форме. Предприниматель отказывается от своих акций в обмен на снижение требований кредиторов и получает возможность передать активы покупателю, не говоря кредиторам, что он получит от покупателя плату в форме трудового контракта. (Найм по W2 означает, что налоги регулярно вычитаются из зарплаты работника с окончательным перерасчетом весной следующего года.)
- Возможно получить плату в форме консультационного контракта и т.д.

Венчурный инвестор знает эти приемы и не допустит их использования, если не участвует в них сам.

## 17.4. Продажа доли в компании новому инвестору

Продажа доли в компании может быть независимой или связанной с привлечением компанией нового раунда финансирования. Среди потенциальных покупателей могут быть:

- Новые акционеры, которые станут корпоративными партнерами.
- Институциональные квалифицированные инвесторы.
- Венчурные инвесторы, которые специализируются на менее рискованных инвестициях или инвестициях определенного типа.

- Банки, покупающие компанию ради текущего дохода, который в отдельные моменты развития рынка банковских услуг может превышать банковский процент при приемлемом уровне рисков.

### 17.4.1. Новые акционеры, корпоративные партнеры

На определенном уровне развития компания может стать привлекательной для новых акционеров, в том числе и для предпринимателей, которые продали контроль над своей компанией стратегическому инвестору. Новый партнер может оказаться более привлекательным для компании, чем венчурный инвестор, так как не будет требовать ограничений в распределении прибыли и ее обязательного реинвестирования для форсированного роста компании. Новый корпоративный партнер может быть заинтересован и в опционе на выкуп части доли других акционеров компании. Опасность здесь может быть заключена в том, что, выкупив доли других акционеров, новый партнер может неожиданно для акционеров получить контроль над компанией, т.е. стать не финансовым, а стратегическим инвестором.

### 17.4.2. Институциональные квалифицированные инвесторы

Институциональные квалифицированные инвесторы (institutional qualified investors) – пенсионные фонды, большие страховые компании – могут быть заинтересованы в выкупе доли венчурного инвестора, а иногда и части доли предпринимателя еще до IPO, если эта доля предлагается с определенным, иногда достаточно существенным, дисконтом. Такого рода

инвестицию со стороны институциональных квалифицированных инвесторов часто называют «частным размещением» (PP) или «якорной пре-ИПО инвестицией» (anchor pre-ИПО investment). Как правило, квалифицированные инвесторы не имеют права вкладывать более чем в 3% акций компании, поэтому для выкупа доли венчурного инвестора требуется несколько инвесторов. В большинстве случаев использование данной модели выхода (частное размещение или пре-ИПО инвестиция) предполагает привлечение инвестиционного банка или брокера, выпуск инвестиционного меморандума, выездную презентацию, аукцион, закрытие книги заявок и т.п.

### 17.4.3. Венчурные инвесторы

Некоторые венчурные инвесторы специализируются на менее рискованных инвестициях или инвестициях определенного типа, например, в недвижимость, логистические компании, медийные компании и т.п. Также они могут использовать другие виды инструментов, например займы, которые компания получит для того, чтобы выкупить акции венчурного инвестора и заместить инвестиции прежнего инвестора в акционерный капитал. Такого рода инвестиции случаются, но не часто, так как в традиции венчурного бизнеса существует неформальный запрет на выкуп долей других венчурных инвесторов. Как правило, венчурные инвесторы, ориентирующиеся на долговое финансирование, также потребуют опцион на покупку небольшой доли в компании, достаточной для того, чтобы иметь представителя в совете директоров, а также опцион на конверсию всего или части долга в акции.

#### 17.4.4. Банки

Некоторые банки могут быть заинтересованы в приобретении доли в компании или контроля над нею ради текущего дохода, который в отдельные моменты развития рынка банковских услуг может превышать банковский процент при приемлемом уровне рисков. Банки часто заинтересованы выкупить объект розничной или деловой недвижимости с устойчивым составом арендаторов и договорами долгосрочной аренды. В такой ситуации компания может оцениваться исходя из того, что поток арендной платы выступает в качестве дохода размером 10–14% на инвестиции, используемые для выкупа акций венчурного инвестора и/или части доли предпринимателя. В этом случае банки действуют таким же образом и в той же логике, что и венчурные инвесторы.

#### 17.5. Ликвидация

Как это ни покажется странным, данный метод достаточно широко используется, правда, как правило, вынужденно, и не приносит большого возврата на инвестиции, так как скидка с текущей цены редко ниже 50%. Некоторые виды компаний, достигшие определенного размера, стоят больше в виде своих активов, чем в виде цельного бизнеса, когда они оцениваются на основе финансовых показателей. В основном это касается компаний с большим объемом недвижимости или лицензиями на природные ресурсы – девелоперских, торговых, работающих в области горного дела, нефте- и газодобычи.

## 17.6. Как повысить эффективность выхода?

### 17.6.1. Планирование выхода с момента инвестирования

Выходы из инвестиций необходимо планировать. Даже тем венчурным инвесторам, которые инвестируют на длительный срок, следует подумать о том, что произойдет, если бизнес не окажется столь эффективным, как ожидалось, если их не будут устраивать менеджеры или если дальнейшее финансирование не потребуется. Прежде чем инвестировать, венчурному инвестору необходимо в процессе проведения тщательного изучения бизнеса найти ответы на следующие вопросы:

- Каким будет путь выхода?
- Кто купит бизнес?
- Позволяет ли стратегия бизнеса подойти к желаемому выходу?
- Годится ли структура бизнеса для прямого выхода? (Если нет, то это должно быть отражено в бизнес-плане).
- Согласен ли менеджмент на выход? Если нет, то можно ли менеджмент стимулировать к этому? Если нельзя, то как можно защитить интересы венчурного инвестора?

### 17.6.2. Сосредоточение внимания менеджмента на выходе

Если управляющие не желают двигаться в направлении выхода ни при каких условиях, то, возможно, не в интересах венчурного

инвестора заключать такую сделку. Можно предложить им подумать над следующим:

- Что произойдет с бизнесом в случае ухода на пенсию/смерти/болезни его ключевых руководителей?
- В интересах ли бизнеса будет подключить в определенный момент торгового партнера?
- Могут ли менеджеры когда-нибудь захотеть поменять инвестора или выкупить долю венчурного инвестора (используя избыток наличности)?

Каковы бы ни были планы, создание высококачественного бизнеса высокой стоимости всегда в интересах менеджеров, поскольку это дает им возможность в какой-то момент в будущем продать его. Поэтому о возможности выхода им необходимо подумать сразу же. Нередко оказывается, что данный вопрос лучше обсуждать с финансовыми либо юридическими советниками, чтобы прямые обращения венчурного инвестора к менеджменту не создали впечатления излишней сфокусированности на выходе. Может оказаться, что так лучше всего действовать в тот момент, когда венчурный инвестор принял решение об организации выхода. Если менеджеры согласны с тем, что целью их деятельности является выход, то их можно стимулировать с помощью акций, опционов на акции и премиальных, чтобы их цели были согласованы с целями инвестора. Стимулирование ничего не будет значить, если менеджмент в принципе не согласен на выход.

Стимулирующий эффект предлагаемого менеджменту участия в акционерном капитале может быть усилен при помощи «механизма передачи акций управляющим» (ratchet) на основе определенной формулы, в которой увязана стоимость компании с финансовыми показателями ее деятельности и достижением



бизнесом определенных успехов. Однако важно, чтобы данный механизм базировался на показателях, которые имеют значение для инвестора. Например, не следует соглашаться на ratchet, базирующийся на прибыли, если венчурного инвестора интересуют максимальная цена продажи или ВНД. Вычислять «ВНД-рэтчет» сложнее, зато при этом появляется согласование интересов инвестора с интересами менеджмента компании. И все же следует отметить, что часто наиболее удачными оказываются простые сделки, поскольку никакой механизм ratchet не может хорошо работать при всех обстоятельствах.

Все больше венчурных инвесторов включают в свои инвестиционные соглашения стандартные оговорки об обратном выкупе (buy-back). Это позволяет им осуществить выход принудительно, если дела в компании пойдут неважно. Другие продолжают считать, что это не подходит их клиентам. К тому же существует обеспокоенность тем, что всякая формула, базирующаяся на цене, устанавливает верхний предел при оценке стоимости.

### 17.6.3. Какой способ выхода выбрать?

С самого начала инвестирования венчурный инвестор должен знать, на какой путь выхода он нацелен. Однако такое решение отнюдь не является необратимым. Некоторые из наиболее преуспевших в выходах инвесторов нацеливаются на IPO, используя активную подготовку к нему для того, чтобы в нужный момент получить выгодные предложения о прямой продаже. В целом можно утверждать, что прямая продажа ничем не хуже (а в чем-то и лучше) IPO, но при этом требует не менее тщательного планирования. На существующем рынке следует серьезно относиться и к финансовым покупателям (financial buyers), которые могут пройти все этапы торга не хуже

профессионалов в данном бизнесе, хотя им может понадобиться больше времени для ознакомления с отраслью.

#### 17.6.4. Управление бизнесом для выхода

Многие венчурные инвесторы возражают против утверждения, что они занимаются своим бизнесом, имея в качестве главной цели подготовку к удачному и прибыльному выходу. Они предпочитают принимать стратегические решения, исходя из интересов развития бизнеса. Можно согласиться с тем, что вряд ли кто-нибудь станет делать большие инвестиции в бизнес, если вскоре предполагается продать свою долю участия в нем. Тем не менее существует много аспектов стратегического и повседневного менеджмента, в рамках которых, если помнить о выходе, можно прийти ко многим полезным для бизнеса решениям. Например, процедуры принятия решений могут стать более быстрыми и более целенаправленными, если менеджмент работает с целью выполнения определенного календарного плана.

#### 17.6.5. Как заработать на прямой продаже и продаже финансовым покупателям?

Недостатки прямых продаж, как это отметили многие венчурные инвесторы, сводятся к следующему:

- Отсутствие достаточного числа покупателей.
- Более низкие цены, чем при IPO.
- Требования гарантий.

Вместе с тем прямая продажа может быть быстрее и проще, чем IPO. Кроме того, этот метод может принести премию, а единст-

венной альтернативой может быть невыгодное предложение об обратном выкупе. Решить вопрос наличия покупателей поможет правильное планирование и подготовка к выходу в сочетании с продуманной маркетинговой кампанией и хорошим паблисити (т.е. сообщением о результатах инвестирования как можно более широкому кругу лиц), начиная с первого дня инвестирования. Недостаток покупателей часто является кажущимся. Особенно если искать покупателей за пределами сектора и страны инвестирования, для чего может понадобиться посредник.

На удивление часто маркетинговая кампания приводит к появлению покупателей, которые не фигурировали в первоначальном списке заинтересованных в компании структур. Нередко путем распространения соответствующей информации и предоставления гарантий, которые закрывают «зоны неопределенности» для покупателя, удается увеличить цену. Важно также хорошо поработать при подготовке информационного меморандума, поскольку он позволяет обнаружить слабости бизнеса до того, как они будут обнаружены при проведении процедуры тщательного изучения, что позволяет избежать заключения неудачных сделок.

От страны к стране и от одного венчурного инвестора к другому практика по предоставлению гарантий покупателю существенно различается. Некоторые венчурные инвесторы проводят жесткую политику отказа в любых гарантиях, тогда как другие проявляют в этом вопросе гибкость. Те, кто практикуют в этом вопросе жесткий подход, вынуждены признать, что в результате такой политики иногда они теряют в деньгах, поскольку цена будет включать дисконт. Когда они осуществляют выход через IPO, у них часто нет другого выбора, кроме как оставить и держать часть акций для поддержания цены. Аналогичным образом им следовало бы рассматривать гарантии, за исключе-

нием того обстоятельства, что в этом случае они контролируют ситуацию и имеют поступления на счет.

Гарантии чаще всего могут предоставляться в ситуации, когда продавец достаточно уверен в фактах (например, в праве собственности, в прошедших аудит финансовых показателей) и желает вселить определенную уверенность в покупателя. В таких случаях он не предполагает, что ему придется платить по гарантии, так как вероятность предъявления к нему претензий невелика, и, предоставляя гарантию, он получает полную стоимость за свои инвестиции. Если же продавец недостаточно уверен, то может быть предпочтительнее уменьшить риски путем соответствующего уменьшения цены, чтобы ему не пришлось впоследствии расплачиваться за все. Гарантии всегда должны быть ограничены во времени и в суммах и при этом иметь минимальный «порог», чтобы избежать небольших по размеру требований.

Альтернативой предоставлению гарантий может быть «отсроченное вознаграждение» (*deferred consideration*) – когда часть цены продажи будет выплачена в определенный момент в будущем, часто при определенных условиях. Его можно структурировать так, чтобы обеспечить участие в будущем акционерном капитале на том же уровне, что и сейчас, в противоположность гарантиям, которые даются по состоянию на дату продажи. Недостаток отсроченного вознаграждения в том, что продавец не может контролировать результат. Следует избегать «гарантий от потерь» (*indemnity* – согласие продавца компенсировать определенный будущий ущерб, связанный с бизнесом), если только такая гарантия не связана с принятием продавцом на себя ответственности (при этом объем гарантируемых средств не указывается, а вместо него есть ссылка на «исторически сложившуюся налоговую ответственность»).

Лучше дополнительно не запутывать сделку. Хотя если риск реальных компенсаций небольшой, то часто продавцу имеет смысл принимать такой риск на себя, поскольку он сильно не отразится на оценке стоимости. При наличии у покупателя сомнений в добросовестности продавца либо в отношении его финансового положения, депонирование определенной суммы у третьего лица под определенным условием (escrow account) может оказаться эффективным средством добавления гарантий надежности. Тем не менее, если ожидается, что значительная часть депонированной суммы будет использована, то, возможно, следовало бы пойти на соответствующее, но меньшее по размеру уменьшение цены.

## 17.7. Повышение эффективности управления выходом

Среди возможностей повышения эффективности выхода можно выделить:

- Больше внимание к альтернативам IPO.
- Планирование выхода с самого начала процесса инвестирования.
- Адекватная подготовка к прямой продаже и финансовым продажам.
- Эффективное использование опциона обратного выкупа.
- Более широкий маркетинг продаваемого бизнеса.
- Использование при необходимости посредников.
- Обеспечения поддержки со стороны управляющей команды компании планов венчурного инвестора по выходу.

## Лекция 18.

### Деловая этика

Как частные лица, так и их сообщества имеют собственный взгляд на то, что такое «приличное поведение», а что – нет (или, как говорится, как можно, а как нельзя выходить из положения). Эта проблема и представляет собой предмет этики. Понятие деловой этики восходит к древней системе бартера. Чтобы заключить сделку, обе стороны должны быть уверены, что они получают нечто равное по ценности тому, что они отдают. Еще тогда в проведении деловых операций понятие «морального, честного и приличного поведения» стало стандартом. Поэтому на протяжении всей своей истории люди старались по возможности вести себя прилично в своих деловых операциях. Призывы быть добрыми и справедливыми, а не злыми и несправедливыми, во все века также поддерживались различными религиями.

Капитализм исходит из того, что стремление к прибыли – это приемлемая и даже желательная цель экономической деятельности. В целом предполагается, что рыночные силы спроса и предложения создадут и установят ценовой механизм, а прибыль станет побудительной мотивацией менеджмента. Наряду с мотивом прибыли, получаемой посредством рыночных сил, в наиболее развитых сообществах используется мотивация одновременно прибылью и государственными расходами. Признается очевидный факт, что некоторые проекты непосильны частному сектору, если они не приносят прибыли или прироста капитала в приемлемом масштабе времени.

Деловая активность измеряется миллионами сделок, в которых обращаются огромные денежные средства, а этический кодекс

бизнеса (оформленный законодательно или установившейся практикой) направлен на демонстрацию того, что можно считать честными сделками и надлежащей отчетностью, позволяющими свести к минимуму риск обмана.

Главный принцип этики можно выразить понятием «доверие». Уже в XVII веке на Фондовой бирже Лондона известная максима «мое слово – это мое обязательство» использовалась как особый знак достоинства. Когда 350 лет назад в кафе Ллойда в Лондоне заключались сделки, из которых впоследствии вырос страховой бизнес, их лозунгом стало латинское «fidentia», что можно перевести как «самое высокое доверие». Чтобы заниматься бизнесом, люди должны доверять друг другу.

Деловая этика лежит в основе профессиональной деятельности архитекторов, адвокатов, бухгалтеров, инженеров и т.д. За соблюдением этических норм членами профессиональных объединений следят дисциплинарные комиссии соответствующих союзов и ассоциаций. Точно так же и каждая национальная ассоциация венчурного капитала устанавливает свои нормы деловой этики.

Появившаяся в середине 80-х годов прошлого столетия Европейская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (EVCA) установила единые нормы деловой этики для своих членов в виде «Кодекса поведения EVCA». В своей основе этот Кодекс можно рассматривать как обобщение норм деловой этики для всего сообщества венчурных предпринимателей в Европе. Их должны придерживаться все, кто вступает в сферу действия венчурного финансирования, и особенно в тех странах, которые делают свои первые шаги в этом бизнесе.

Заниматься прямыми инвестициями на развивающихся рынках, в том числе в странах Восточной Европы, и в частности в

России, достаточно непросто в связи с реально существующими особыми проблемами, связанными с целым рядом причин:

- недостатком надежной финансовой информации;
- недостатком управленческого опыта;
- ограниченностью доступа к альтернативным источникам финансирования;
- недостаточностью знаний о процессе инвестирования;
- недостаточным пониманием сути прямых инвестиций в акционерный капитал;
- ограниченностью возможностей выхода из инвестиции.

Этот список можно было бы продолжить. Но ясно одно: в вопросах деловой этики инвесторам, бизнес-ангелам, менеджерам и остальным участникам процесса придется многому учиться.

Несоблюдение правил деловой этики ведет к повышению связанных со сделкой рисков. Большая часть этических проблем ассоциируется со следующими моментами:

- Конфликт и приоритеты интересов.
- Использование посредников.
- Кумовство и блат.
- Начало инвестиций.
- Соинвестирование и синдикация.
- Принятие инвестиционных решений.
- Коммерческая тайна и защита информации.



- Работа с компанией.
- Участие в работе совета директоров.
- Мониторинг.
- Инсайдерская информация.
- Прозрачность сделок.
- Ценовой сговор и трансферные цены.
- Злоупотребления и коррупция.
- Бизнес-практика.

## 18.1. Конфликт и приоритеты интересов

Этично ли управляющему венчурными инвестициями финансировать займы инвестируемой компании из средств своих клиентов, ссылаясь на то, что в Восточной Европе и России банки (равно как иные финансовые учреждения) пока не готовы предоставить кредит в нужном, с точки зрения инвестиционного менеджера, объеме? В данном случае необходимо вспомнить, перед кем инвестиционный менеджер несет ответственность. Для каких целей учреждалась данная управляющая компания? Фонд – инвестор или заимодавец? Венчурные инвесторы не должны в конечном итоге финансировать «банковский риск». Ведь если кредит будет возвращен с обычным процентом, эти деньги не принесут требуемой инвестору фонда доходности. А если он не будет возвращен, то фонд потеряет больше средств, чем было необходимо, в результате объединения в одной сделке рисков разного по величине уровня. Опытные инвестиционные менеджеры знают, что при управлении инвестициями необходимо учитывать риски типа «стоимость акционерного капитала». Сегодня очень сложно подключить банки и другие финансовые учреждения к инвестиционной сделке, поэтому

именно здесь кроется самая большая опасность потенциального риска для инвестиционного фонда, действующего в Восточной Европе или России.

Этично ли ожидать, что инвестор фонда вложит, по сути, в компанию большую часть своих финансовых средств, но при этом его доля в акционерном капитале не увеличится? Опять-таки, это может быть оформлено в виде связанного кредита, выданного для спасения уже проинвестированной компании от банкротства или для сохранения занятости в депрессивном регионе. Будет ли это «хорошим» инвестированием средств инвестора фонда после «плохого» инвестирования, т.е. предшествующих потерь инвестиций – «good money after bad money»? Увеличит ли следующий раунд финансирования внутреннюю норму доходности фонда, или же фонд просто израсходует больше денег инвесторов без особой мысли об их выгоде? Не стоит забывать, что второй раунд финансирования – самый опасный тип инвестиций, где интересы сторон чаще всего вступают в конфликт.

Основой построения этической системы в отрасли венчурного капитала служит ответ на вопрос: «Кто хозяин?». Начнем с простейшего: кто является клиентом управляющей компании фонда? На кого работает венчурный инвестор? Кто выплачивает зарплату служащим управляющей компании? Кого следует финансировать – инвестируемую компанию или же источник капитала (инвесторов)? Чаще всего такие рассуждения приводят к заключению, что в конечном итоге платят инвесторы. Они – источник капитала, акционеры, но даже эта простая истина часто забывается.

## 18.2. Использование посредников

Для заключения сделок управляющей компании приходится общаться с посредниками. Конечно, такие связи нужны, однако инвестиционному менеджеру следует быть осторожным и вначале выяснить, на что рассчитывает посредник. Чаще всего посредников интересуют гонорары или помощь в чем-либо. Корпоративные финансы являются необходимым кратковременным «паразитом на теле» долгосрочных инвестиций. Однако менеджеру следует опасаться даров, приносимых финансистами корпораций. Главное – помнить, что интересы посредников обычно не совпадают с интересами инвесторов. Здесь возможен серьезный конфликт интересов. Дело заключается в различной природе долговременных и кратковременных выгод. Посреднику нужно просто получить бонус, а не долю в акционерном капитале, возможность роста стоимости которой определится через довольно длительный период времени. Венчурный инвестор же зарабатывает только за счет увеличения стоимости акционерного капитала и не заинтересован в бонусах за сделки, так как только история успешных выходов из инвестиций формирует его репутацию.

В сфере корпоративных финансов хорошо платят и много зарабатывают, но эта сфера не имеет никакого отношения к отбору проектов для инвестирования; поэтому нужно остерегаться нового гибрида «промоутер/посредник», который в качестве компенсации за свое посредничество помимо бонуса желает получить и бесплатную долю в акционерном капитале. Простое правило заключается в том, что никто не может служить двум хозяевам одновременно (например, находиться одновременно и на стороне покупателя, и на стороне продавца). Значит, менеджеру по инвестициям постоянно нужно решать вопрос: «Кто кому платит?».

Нет смысла обращаться к посреднику с жалобой на то, что предложенная им сделка провалилась, хотя ему уже заплатили большой бонус за посредничество в сделке. Уже поздно. Не стоит принимать на себя такой ответственности – это очень опасно. Как говорится, «за все придется платить покупателю» (caveat emptor). Ведь инвестиционному менеджеру платят именно за то, что он сумеет все сделать надлежащим образом. Как раз для этого и существует процедура тщательного изучения (due diligence).

Большая часть венчурных инвесторов относятся к финансовым посредникам (financial brokers) с определенным недоверием, так как из тысяч посредников, связанных с этим бизнесом, только единицы являются компетентными. «Наверху списка» находятся управления корпоративных финансов крупнейших банков, инвестиционных банков и брокерских компаний. Следующими идут аналогичные отделы более мелких компаний. Большинство посредников оказываются лишь «упаковщиками», которые помогают компании упорядочить информацию и направить пакет венчурному инвестору. В большинстве случаев пакет имеет мало общего с настоящим бизнес-предложением и представляет собой подборку случайным образом сгруппированных отрывков из имеющихся в компании документов. Посредник, как правило, выбирает адресатов пакета из справочников или из числа знакомых, и обычно он не в состоянии отвечать на вопросы венчурного инвестора. Поэтому посредников надо использовать только в качестве консультантов.

### 18.2.1. Финансовые консультанты и аудиторы

Финансовые консультанты и аудиторы (accountants & auditors) хорошо разбираются в формах финансовых отчетов и планов (бюджетов), могут помочь разработать хорошую и непротиво-

речивую финансовую модель бизнеса, но, как правило, недостаточно глубоко понимают сам бизнес. Компании лучше всего использовать их для проверки подготовленного проекта бизнес-предложений. Вероятно, компании придется ответить на множество их вопросов. В любом случае все предположения и допущения должны быть сделаны самой компанией, а финансовый консультант может лишь свести их воедино в модели. Некоторые финансовые консультанты избегают участия в подготовке прогнозов, так как считают, что в случае неудачи проекта это может повредить их репутации, хотя готовы сделать по ним заключение.

## 18.2.2. Инвестиционные банкиры

Инвестиционные банкиры (investment bankers) иногда могут быть полезными, так как уже имели дело со значительным числом частных размещений и понимают, что должно содержаться в проспекте. Обычно они хорошо разбираются в различных источниках финансирования и в состоянии помочь компании сформировать структуру финансирования и описать ее в правильных терминах. Они могут помочь не только квалифицированным советом в выборе источников финансирования, но и в переговорах с венчурным инвестором. Участие банкиров в переговорах не должно привести к тому, что они превратятся в переговоры двух банкиров. Венчурный инвестор задает вопросы предпринимателю и хочет получить ответ предпринимателя, а не банкира. Не стоит пренебрегать небольшими инвестиционными банками, которые обычно лучше знают местные источники финансирования и взимают более низкую плату за услуги. Стоимость услуг инвестиционных банкиров, как правило, оказывается существенно выше, чем ожидалось.

### 18.2.3. Юристы

Юристы (lawyers), несмотря на то что они хорошо позиционированы в финансовом мире, как правило, не являются хорошими финансовыми посредниками, хотя иногда пытаются играть эту роль. С юристами не стоит советоваться при подготовке бизнес-предложений (за исключением случаев, когда предприниматель попросит друга-юриста просмотреть готовый материал), иначе предложения будут перегружены юридической терминологией и не привлекут интереса. Как уже говорилось выше, венчурные инвесторы не любят, когда юристы участвуют в переговорах, и привлекают их тогда, когда достигнутые существенные договоренности должны облечься в юридическую форму. Поэтому юрист может помочь, например, составить список рассылки, но не должен готовить бизнес-предложения и участвовать в переговорах.

### 18.2.4. Независимые финансовые посредники

Под независимым финансовым посредником (independent financial broker) понимается посредник, не связанный с занимающейся финансовым консультированием фирмой, инвестиционным банком, брокерской компанией и т.п. При выборе независимого финансового посредника для консультирования компании необходимо проявлять осторожность, так как часто репутация этих посредников среди венчурных инвесторов рассматривается скорее как сомнительная, и вместо пользы они могут принести вред. На рынке ходит множество историй о неудачах компаний, использовавших независимых финансовых посредников, заплативших и не получивших ничего взамен. Тем не менее независимый финансовый посредник может оказаться необходимым для небольшой компании, желающей привлечь финансирование, поскольку он может иметь опыт, отсутствующий

щий в компании, а взимаемая им плата существенно ниже, чем у институциональных посредников. Целью использования посредника является получение помощи в тех вопросах, где она требуется, а не в окончательном решении задачи привлечения средств.

Венчурные инвесторы никогда не верят в финансовых посредников и хотят общаться напрямую с предпринимателями. Никто не представит компанию венчурному инвестору лучше, чем сами учредители, акционеры и топ-менеджеры, так как венчурный инвестор инвестирует не столько в продукт компании, сколько в команду, которая сможет реализовать бизнес-план. Поэтому представителям компании на переговорах необходимо быть готовым самим ответить на все вопросы венчурного инвестора и нести полную ответственность за каждое слово в презентации, бизнес-предложении и в ходе переговоров. Максимум, что может сделать финансовый посредник – это представить компанию венчурному инвестору, помочь в подготовке презентации и бизнес-предложения, а также оказать помощь в переговорах.

#### 18.2.4.1. Выбор независимого финансового посредника

При выборе независимого финансового посредника необходимо обратиться к его прошлому, так как посредник будет представлять компанию и тратить ее деньги. Можно воспользоваться следующими критериями:

- Опыт.
- Профессионализм.
- Дипломы и рекомендации.
- Опыт работы в малом бизнесе.
- Специальные знания.

**Опыт.** Основным выступает практический опыт привлечения средств в компании малого бизнеса. Без опыта успешных сделок по привлечению капитала в небольшие компании посредник не будет понимать ни проблем компаний малого бизнеса и их условий, ни условий, на которых различные источники финансирования работают с малым бизнесом.

**Профессионализм.** Независимый посредник должен быть профессионалом, разбирающимся как в бизнесе компании, так и в бизнесе по финансированию компаний. Посредник не должен работать по совместительству, и посредничество должно быть его основным бизнесом, который приносит ему средства для существования или увеличивает его благосостояние. Работник по совместительству (сотрудник юридической или консультационной фирмы) не будет располагать достаточным временем, и ответственность его не будет достаточно высокой, так как посредническая работа будет играть для него лишь вспомогательную роль.

**Дипломы и рекомендации.** Посредник должен иметь прочные финансовые знания, подтвержденные дипломом бизнес-школы или университета. Положительным моментом будет и опыт работы в брокерской компании или инвестиционном банке, и опыт работы в кредитном отделе коммерческого банка на достаточно высокой позиции. Если посредник работал в финансовом институте, он будет понимать, что требуется банку или венчурному инвестору. Вместе с тем стоит разобраться в том, почему посредник оставил свою работу в качестве наемного служащего и стал предпринимателем и имеются ли у него достаточные финансовые ресурсы для независимого предпринимательства по крайней мере в течение одного-двух лет.

**Опыт работы в малом бизнесе.** Опыт успешной работы в собственном малом бизнесе может быть не менее ценным, чем



опыт работы в инвестиционном институте или банке, но только в том случае, если этот малый бизнес сумел привлечь финансирование и проект был успешным, с точки зрения венчурного инвестора. При продаже бизнеса стратегическому инвестору многие бывшие собственники-предприниматели оказываются перед выбором: что делать дальше? Некоторые из них выбирают профессию независимого финансового брокера. При этом они, как правило, относительно обеспечены и не будут заинтересованы в обмане заказчика.

**Специальные знания**, представленные в виде инженерного диплома или полученные в ходе практической работы, особенно необходимы, если компания, привлекающая финансирование, работает в области высоких технологий. Источники средств для финансирования компаний, работающих в данной области, имеют определенные особенности, и профессионал, обладающий специальными знаниями, может оказаться полезным.

#### 18.2.4.2. Договор с независимым финансовым посредником

В случае использования независимого финансового посредника целесообразно заключить с ним договор в письменной форме. Помимо включения полного набора элементов контракта нужно обратить внимание на следующее:

- Полнота договора.
- Определение услуги.
- Срок выполнения работы.
- Случаи прерывания контракта.
- Оплата.
- Отчеты о ходе работы.

- Права собственности на результаты работы.
- Оговорка о неразглашении.
- Возмещение убытков.

**Полнота договора.** Следует указать, что данный контракт является единственным соглашением между заказчиком и исполнителем и что любые устные договоренности не имеют силы; что данное соглашение аннулирует все предыдущие и что его изменения совершаются в письменной форме.

**Определение услуги.** Необходимо дать детальное определение заказываемой услуги. Нужно указать цель данного договора, например, привлечение венчурного финансирования в таком-то объеме на условиях прямых инвестиций. Надо зафиксировать ожидаемый результат с точки зрения финансовых показателей.

**Срок выполнения работы.** Необходимо установить как общий срок выполнения работы, так и сроки по этапам. При невыполнении любого из этих сроков контракт может быть расторгнут каждой из сторон. Надо зафиксировать, что при расторжении контракта уплаченные авансы возвращаются.

**Случаи прерывания контракта.** Необходимо предусмотреть случай расторжения контракта при уведомлении другой стороны в письменной форме в определенный срок. Должны быть определены причины расторжения контракта.

**Оплата.** Может быть полной, или могут быть выделены накладные расходы (out-of-pocket expenses). При использовании оплаты, предусматривающей накладные расходы, необходимо установить их общий лимит, а также разовые лимиты или лимиты на неделю.

**Отчеты о ходе работы.** Следует предусмотреть представление регулярных отчетов о ходе работы. Обычно отчет в устной форме делается еженедельно, а по окончании работы делается письменный отчет.

**Права собственности на результаты работы.** Любые результаты работы посредника – проекты документов, аналитические записки – должны переходить в собственность вашей компании, так как они ею оплачены. Если эта оговорка не включена, может возникнуть ситуация неясности с правами на результаты работы.

**Оговорка о неразглашении.** Следует включить оговорку о неразглашении любой информации, связанной с бизнес-предложением, или любой полученной от вас информации любым лицом без согласия компании в письменной форме. Это предотвратит возможность утечки информации конкурентам.

**Возмещение убытков.** Посредник должен взять на себя покрытие убытков, связанных с его ошибками, навредившими вашей компании, а также убытков, вытекающих из нарушения им законодательства о рынке ценных бумаг. Эта оговорка необходима для того, чтобы предотвратить возможные обвинения в адрес компании или ее судебное преследование, возможные в связи с тем, что посредник выступает в качестве вашего представителя.

#### 18.2.4.3. Заключение договора

На рынке, как правило, представлено множество посредников и есть возможность выбора. Если посредник готов гарантировать результат, то от сотрудничества с ним следует оказаться. Следует также избегать договоров с посредниками, предлагающими привлечение финансирования в существенном объеме за

долю в компании. Требуется оговорить не только размер, но и условия привлечения. Перед заключением контракта с посредником следует получить рекомендации от его прошлых клиентов, как привлечших, так и не привлечших финансирование с его помощью. После выбора посредника и заключения с ним договора следует оказывать посреднику максимально возможное содействие и помощь.

#### 18.2.4.4. Расценки и платежи

Необходимо минимизировать любые авансовые платежи и платить вознаграждение по результату (success fee) из привлеченных средств. Если предусмотрено возмещение текущих затрат (retainer), его следует выплачивать на еженедельной основе. Подготовка бизнес-предложений может оплачиваться исходя из ставки 50–150 долл. в час или 2000–5000 долл. за документ, составленный на основе представленной вами информации. Плата за представление венчурному инвестору в случае успеха может составить 1–2% от привлекаемых средств. Если посредник предпринял существенные усилия по продаже вашей компании или проекта венчурному инвестору, то плата может быть повышена до 3–5%, а иногда доходить и до 10%. Стандартная формула оплаты «пять-четыре-три-два-один»: 5% – за первый миллион, 4% – за второй и т.д. Привлечение меньших сумм может обойтись дороже, чем больших, но все, что больше 8% – это уже дорого. Иногда оплата услуг брокера может быть выполнена не наличными, а в форме опциона на покупку акций или сочетания первой и второй форм. Сочетание оплаты наличными и опционами чаще применяется в случае небольших компаний, ограниченных в наличных. Оплату услуг следует производить не при получении обязательства со стороны венчурного инвестора, а при закрытии сделки.

### 18.3. Кумовство и блат

Кумовство, связи и блат (то, что на английском называется «сгопу») – это политическая и социальная болезнь всего мира. В краткосрочном плане венчурный инвестор может даже получить выгоду (в том числе коммерческую), поддержав из подобных соображений ту или иную компанию, но рано или поздно это решение бросит на него тень. К тому времени будет уже поздно что-либо менять или отказываться от инвестирования. Инвестиции нужно делать, только если выгода от них очевидна, а нанимать и/или продвигать работников по службе следует на основе их реальных дел, а не «полезных связей».

### 18.4. Начало инвестиций

Что можно сказать об управляющих фондом, которые, допустим, собрали денежные средства 18 месяцев тому назад, берут из них в качестве собственного вознаграждения за работу довольно большие суммы денег, но до сих пор не инвестировали ни в одну из компаний? Вполне вероятно, что тут не обязательно речь идет о мошенничестве, но этично ли это? Многие инвесторы считают, что управляющим следует набирать портфель инвестиций быстрыми темпами, а не просто «сидеть на чужих деньгах». Какое решение здесь более этично? Оказывать давление на управляющих с тем, чтобы они инвестировали, достаточно опасно. Представляется, что лучше прямо сказать инвесторам правду: требуется довольно много времени на то, чтобы создать приличный портфель венчурных инвестиций. Норма удач – не больше 3% от всех полученных заявок на инвестиции, так что на каждого из менеджеров приходится проведение не больше двух инвестиционных сделок за год работы. Причем так обстоит дело в Западной Европе, тогда как в Восточной Европе, и в частности в России, можно надеяться на

то, что одному менеджеру удастся провести лишь одну сделку за год.

## 18.5. Соинвестирование и синдикация

Рассматривая возможность совместных инвестиций, необходимо получить ответ на такие вопросы:

- Фонд участвует в них с целью разделить с другими «риски» или «объемы»?
- Знают ли и понимают ли инвесторы фонда, почему управляющая компания решила участвовать в данных совместных инвестициях и отказалась от других предложений?

Бывают инвестиционные менеджеры, которых привлекают любые новые сделки, они просто плохо себя чувствуют без новых сделок. Нередко они включают в портфели фонда чужие сделки с высоким уровнем риска, причем, что еще хуже, даже не оценив надлежащим образом типы рисков по данной сделке.

Если управляющая компания собирается участвовать в совместных инвестициях, то необходимо удостовериться в сопоставимости рисков и в том, что инвесторы, чьими деньгами фонд рискует, знают об этих рисках и понимают их.

## 18.6. Принятие инвестиционных решений

Для подготовки венчурных инвестиций необходимы по крайней мере следующие мероприятия:

- Проведение процедуры тщательного изучения с целью проверки коммерческой состоятельности проекта.

- Принятие инвестиционных решений в соответствии с процедурами, должным образом установленными уполномоченным инвестиционным комитетом, все члены которого имеют необходимый опыт, адекватную подготовку и независимы от управляющей компании.
- Представительство управляющей компании в советах директоров инвестируемых компаний для того, чтобы постоянно быть в курсе событий.
- Постинвестиционный мониторинг эффективности работы: необходимо интересоваться делами компаний, так как практика показывает, что если управляющая компания теряет интерес к портфельным компаниям фонда, со временем она перестает заботиться об интересах фонда.
- Отслеживание неожиданных и/или непоследовательных действий инвестируемой компании либо случаев неоправданного обогащения (или жертвования интересами) какой-то группы. В таких случаях можно принимать решение о возможности или необходимости вмешательства.

## 18.7. Коммерческая тайна и защита информации

Особое место занимают этические аспекты неразглашения и защиты информации, полученной в ходе переговоров с компанией, желающей получить инвестиции.

Управляющая компания может подписать обязательство о сохранении конфиденциальности такой информации, но обеспечивается ли на практике какая-либо ее защита и охрана? Управляющей компании эта информация действительно необходима,

но если она раскроет ее третьему лицу, то в лучшем случае ее смогут обвинить в деловой неэтичности. В худшем случае управляющей компании может быть вчинен иск о компенсации убытков, и постепенно обнаружится, что ваш поток сделок уменьшается по мере того, как люди друг от друга будут узнавать, что данному фонду не следует доверять.

То же самое можно сказать о сохранности средств инвесторов и сертификатов акций и долей инвестируемых компаний (если используется документарная форма): нельзя забывать, что они управляющей компании не принадлежат, ибо она выступает только менеджером инвестиций. Необходимость соблюдать специальные процедуры при получении инвестиций и инвестировании позволяет самому венчурному фонду рассчитывать на то, что органы власти и управления применят санкции к тем, кто эти процедуры не соблюдает.

Следует также обеспечить, чтобы и в самой управляющей компании фонда, и в получившей инвестиции компании действовала адекватная система «корпоративного управления», которая заставляла бы менеджеров помнить, что все инвестиционные и управленческие решения в конечном счете касаются людей. Поэтому управляющей компании необходимо наводить множество справок, проверять автобиографии топ-менеджеров и ключевых сотрудников компании на наличие в них неточностей, а также использовать местные контакты для тщательного изучения истории возникновения у компании потребности в инвестициях. В США многие венчурные инвесторы заявляют, что не станут инвестировать в компанию, руководитель которой за всю свою жизнь в бизнесе ни разу не признавался банкротом.

Деловая этика подразумевает честность, доверие и доброжелательность. Соблюдению норм деловой этики способствует законодательство, профессиональные союзы, ассоциации и



корпоративные структуры. Хорошая деловая этика – это хороший бизнес. Ответственный менеджмент процветает, если учитывает интересы сотрудников, поставщиков и клиентов, одновременно принося доход своим акционерам.

## 18.8. Работа с компанией

Инвесторы фонда должны быть уверены, что в портфельных компаниях фонда существуют реально работающие процедуры надлежащего внутреннего контроля, что налажен регулярный контакт управляющей компании фонда с инвестируемыми компаниями. Если менеджеры фонда не посещают портфельную компанию и не интересуются ее делами, то владелец или руководитель такой компании может решить, что фонду эта компания безразлична, и будет игнорировать интересы фонда, причем может даже попытаться найти способ «свести к нулю» оценку стоимости инвестиций, сделанных фондом, т.е. нанести прямой вред инвесторам фонда. Вот почему так важна отчетность, постоянное отслеживание событий и личное присутствие на заседаниях совета директоров инвестируемой компании.

Не стоит ставить перед проинвестированными компаниями труднодостижимых целей. Это ведет к соблазну очковтирательства или к чему-нибудь еще худшему. Опасаясь обвинений в недостаточной эффективности их труда, управляющие компании станут фальсифицировать данные, чтобы защитить себя. Если их уличить в обмане, то они, скорее всего, в первую очередь станут обвинять в неразумности действий инвесторов.

До начала инвестирования необходимо получить полное представление о каждом из видов деятельности инвестируемой компании и о том, как будет происходить взаимодействие с этой компанией после осуществления инвестиций, причем лучше

зафиксировать это в письменном виде в правовой форме соответствующего соглашения.

Надо убедиться в том, что у венчурного инвестора есть понимание истинных целей инвестиций и позаботится о том, чтобы директора компании строго придерживались принятых планов. Нельзя допускать резких изменений планов после осуществления инвестиций, поскольку новые планы потребуют выработки новых решений.

Необходимо использовать соглашения о купле-продаже акций и другие юридически значимые документы, например устав компании, который должен быть изменен таким образом, чтобы полностью отвечать согласованным в рамках сделки интересам и требованиям венчурного инвестора.

Необходимо проверить, возможно ли с помощью системы внутреннего контроля сделать так, чтобы фонд всегда был «чист» по отношению к своим инвесторам? Регулярная отчетность и регулярные заседания совета директоров в равной степени необходимы, как для управляющей компании фонда, так и для инвестируемой компании. В конечном счете, управляющая компания фонда должна одинаково относиться как к инвесторам в фонд, так и к инвестируемым компаниям.

Для работы в управляющей компании фонда следует нанимать только хороших квалифицированных специалистов, повышать их квалификацию, стараться заинтересовать и занять их (отсутствие реального дела способно привести к негативным последствиям); привлекать общее внимание к тем случаям, когда кто-либо ведет себя неблагоприятно. Для удержания сотрудников от неблагоприятных поступков следует практиковать открытость (гласность), не поощряя и даже пресекая попытки скрыть возникшие проблемы.

Необходимо использовать членов совета директоров портфельных компаний не в качестве «надсмотрщиков», а для содействия повышению стоимости компании. Исполнительный директор вряд ли станет выявлять обман, так как может просто лишиться своего рабочего места, в то время как член совета директоров (а еще лучше – два члена совета директоров) сможет выявить обман и поставить вопрос о его прекращении, практически ничем не рискуя.

Если было выявлено что-то действительно непорядочное в делах портфельной компании, то необходимо все взвесить, прежде чем обращаться к законодательству для разрешения конфликта. Следует узнать, как данный случай трактуется в законодательстве и применимо ли законодательство в этом случае вообще. В любом случае необходимо иметь в виду, что разбирательство негативно отразится на стоимости компании.

С целью защиты средств инвесторов от злоупотреблений, инвестиционные фонды должны находиться под жестким управлением и обеспечивать строгую отчетность. Поэтому многие фонды, особенно крупные, помимо управляющих компаний имеют спонсоров, которые осуществляют пристальный надзор за работой фонда в интересах всех акционеров.

## 18.9. Участие в работе совета директоров

При участии управляющего венчурным фондом в совете директоров портфельной компании могут возникнуть конфликты интересов. Предполагается, что директора содействуют ходу дел компании в целом, а не представляют ту или иную сторону и не играют на заседаниях роль «полиции». Директор должен быть озабочен делами той компании, в совете которой он заседает. Директор не может одновременно действовать в

пользу двух или более компаний, находящихся между собой в сложных взаимоотношениях. Поэтому важно, чтобы венчурные инвесторы хорошо понимали, чьи интересы они обязаны защищать, заседаая в том или ином совете, и не допускать конфликта интересов.

## 18.10. Мониторинг

Этично ли, если управляющие, которым за работу платит фонд, требуют от инвестируемой компании оплаты за мониторинг, организационные услуги и даже за назначение кого-нибудь из ее служащих директором? Знали ли инвесторы фонда, что это может произойти? Какие из действий были предварительно согласованы? Кто должен получать такую оплату:

- лично служащий управляющей компании (в качестве дополнительного дохода),
- управляющая компания или
- фонд?

В конечном итоге, менеджеру по инвестициям нельзя забывать, что деньги фонда – это деньги участников фонда и что благодаря именно этим деньгам сделка стала реальностью.

## 18.11. Инсайдерская информация

Следует остерегаться «торговли» инсайдерской информацией: необходимо постоянно анализировать, не получил ли личной выгоды кто-либо из управляющей команды фонда или руководителей портфельной компании (при этом следует помнить, что выгода может быть как финансовой, так и иной, например политической). Если управляющий венчурным фондом предла-

гает, например, чтобы фонд инвестировал в компанию, в которой у него (или у кого-нибудь из его семьи) есть определенный интерес, всем известно, что эта идея не сработает. Хотя бы потому, что, несмотря на все старания, все со временем станет всем известно. Люди начнут жаловаться, особенно инвесторы фонда. Будет потеряна не только репутация, но и все остальное. Реально там может и не быть никакого жульничества, но сама сделка будет выглядеть не вполне этичной.

## 18.12. Прозрачность сделок

Здесь опять возникает проблема: кто на кого работает и за какое вознаграждение? Следует избегать чересчур близких отношений, оставаясь, однако, открытым, честным и доброжелательным. Хорошее правило: ничего не скрывать, а там, где возникает сомнение – раскрывать все, что необходимо. Венчурному инвестору необходимо постоянно следить за тем, не затронет ли данное конкретное действие чьих-либо прав или интересов. Часто забывается, что в деловой этике все «правильное» проходит незаметно, а заметным бывает именно просчет.

## 18.13. Ценовой сговор и трансфертные цены

Какие возникают проблемы, если инвестируемые компании входят в картель и/или в соглашение по защите цен? Законны ли такие структуры в стране, или же действует искусственная система фиксированных цен?

Эта проблема актуальна не только для России, стран СНГ или Восточной Европы. В Западной Европе Евросоюз пытается бороться с фиксированными ценами, тогда как правительства в погоне за голосами избирателей стремятся в одних случаях искусственно занижить, а в других – завысить цены, используя

субсидии или дополнительные налоги. В качестве примеров можно указать на сельское хозяйство, выплавку стали, кораблестроение и, конечно, национальные авиалинии. Евросоюз стремится покончить с этой неприемлемой и неэтичной деловой практикой. Трансфертные цены часто необходимы для оптимизации налогообложения. Надо всегда стараться понять, этично ли их использование, уплачиваются ли налоги в разумных размерах.

## 18.14. Злоупотребления и коррупция

Здесь не идет речь о прямых взятках, которые всегда аморальны. Но существуют и менее откровенные способы воздействия, такие как предложения по участию в развлечениях, подарки или оказание политического давления. Здесь также может помочь старое правило: «Не забывайте, кто на кого работает». Не стоит ставить себя в положение развлекаемого больше обычного или присоединяться к мероприятиям других участников венчурного инвестирования, у которых могут быть совсем другие цели. Милые фотографии того, как венчурный инвестор проводит время в ночном клубе, позднее могут стать средством шантажа и привести к коррупции. Нельзя забывать, что для журналистов стоящей новостью всегда будет «плохая новость».

## 18.15. Бизнес-практика

Нужно также думать об этике того, как компания ведет свои дела, которые в любом случае, даже если другой путь является более прибыльным, должны осуществляться строго в рамках закона.

Вопросы правильного бухучета (иметь одну главную книгу или три) стоит рассмотреть особо. Никому не нравится платить

налоги, но они – важная часть правового государства, так что не стоит бороться с системой. Конечно, разумно бывает свести налоги к минимуму, учредив оффшорную компанию. Имеет также смысл лоббировать изменения в законодательстве о налогообложении в стране. Но платить налоги нужно.

С деловой этикой связаны также многие другие вопросы морали и права. Например, соответствуют ли предложенные действия правовым и этическим нормам? Хотел бы венчурный инвестор, чтобы с ним поступали так же, как он поступает с другими людьми? Можно ли найти другие пути решения проблемы, не нарушая при этом этических норм и не лишаясь возможности заниматься данным бизнесом?

## Основная литература

1. *Аммосов Ю.П.* Венчурный капитализм: от истоков до современности. – СПб.: Феникс, 2005. – 409 с.
2. Введение в венчурный бизнес. – EVCA, 2001. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2003. – 356 с.
3. Глоссарий венчурного предпринимательства. Руководитель авторского коллектива: А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2009. – [http://www.allventure.ru/lib/get\\_file/20/](http://www.allventure.ru/lib/get_file/20/).
4. *Гулькин П.Г.* Венчурные и прямые частные инвестиции в России. Теория и десятилетие практики. – СПб.: Альпари, 2003. – 240 с.
5. *Джеральд Бенджамин А.* Руководство для бизнес-ангелов: Как получить прибыль, инвестируя в растущий бизнес. – М.: Вершина, 2007. – 285 с.
6. *Йескомб Э.Р.* Принципы проектного финансирования. – М.: Вершина, 2008. – 448 с.
7. *Каржаув А.Т., Фоломьев А.Н.* Национальная система венчурного инвестирования. – М.: Экономика, 2005. – 300 с.
8. *Каширин А.И.* Венчурное инвестирование в России. – М.: Вершина, 2007. – 320 с.
9. *Каширин А.И., Семенов А.С.* В поисках бизнес-ангела. Российский опыт привлечения стартовых инвестиций. – М.: Вершина, 2008. – 350 с.
10. *Котельников В.* Венчурное финансирование. – М.: Конгресс-Проминвест, 2007. – 144 с.



11. Курс обучения венчурному предпринимательству «Прямые инвестиции и венчурный капитал». – EVCA, 2002. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2006.
12. *Кэмбелл. К.* Венчурный бизнес: Новые подходы. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 400 с.
13. Обзор рынка прямых и венчурных инвестиций в России (Аналитическое ежегодное издание). Руководитель авторского коллектива: А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 1995–2010. – <http://www.allventure.ru/lib/8/>.
14. *Родионов И.И.* Венчурный капитал. ГУ ВШЭ, 2005. – <http://www.xion.ru/study>. – 348 с.
15. Финансирование инновационного развития: Сравнительный обзор опыта стран ЕЭК ООН в области финансирования на ранних этапах развития предприятий. – Европейская Экономическая Комиссия ООН, 2007. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2008. – 212 с.
16. *Bartlett Joseph W.* Fundamentals of Venture Capital. – Madison Books, 1999. – 120 p.
17. *Lerner, Joshua.* Venture Capital and Private Equity: A Casebook. – Wiley Text Books, 2000. – 540 p.
18. Private Equity Guidebook. – Phare, EVCA, 2001. – 230 p.

## Дополнительная литература

1. *Алипов С., Самохин В.* Зарубежный венчурный капитал в России (Аналитический обзор). Аналитическая группа компании «РостИнвест». – <http://www.sbras.nsc.ru/np/vyp2002/kon01.htm>.
2. *Аммосов Ю.П.* Что у венчурного инвестора на уме. Незаменимых у нас есть. – [http://invest.rin.ru/cgi-bin/method/search\\_method.pl?num=480&action=full&Page1n=1&p\\_n=9](http://invest.rin.ru/cgi-bin/method/search_method.pl?num=480&action=full&Page1n=1&p_n=9).
3. *Балабан А.М.* Венчурное финансирование инновационных проектов. Серия: Теория и практика коммерциализации технологий. М.: АНХ, Центр коммерциализации технологий, 1999. – [http://www.sbn.finance.ru/obzori/obzori\\_1.htm](http://www.sbn.finance.ru/obzori/obzori_1.htm).
4. *Белокаминский В.И., Родионов И.И.* Как это было? Опыт взаимодействия региональной компании электросвязи с прямым инвестором. // Рынок ценных бумаг. 2002. № 2.
5. *Бунчук М.* Роль венчурного капитала в финансировании малого инновационного бизнеса. – <http://www.techbusiness.ru/tb/archiv/number1/page02.-htm>.
6. Венчурное финансирование инновационных проектов. Серия: Теория и практика коммерциализации технологий. – М.: АНХ, Центр коммерциализации технологий, 1999. – 248 с. – [http://www.sbn.finance.ru/obzori/obzori\\_1.htm](http://www.sbn.finance.ru/obzori/obzori_1.htm).
7. Венчурный бизнес. Статьи. – <http://business.rin.ru/cgi-bin/search.pl?razdel=40&action=article>.

8. Венчурный капитал и прямое инвестирование в России. Сборник статей и выступлений. СПб., 2000. – <http://www.sbras.nsc.ru/np/vyp2002/kon01.htm>.
9. *Водоватов Л.Б., Гладких И.В., Гордиенкова Т.И. и др.* Развитие венчурного инвестирования в России: роль государства. / Под ред. А.И. Никконен, И.В. Карзанова, А.Е. Шаститко. – М.: ТЕИС, 2004.
10. *Волков А.С.* Инвестиционные проекты: От моделирования до реализации. – М.: Вершина, 2006.
11. *Ворфоломеев А.* Влияние новой технологии на стоимость компаний. // Рынок ценных бумаг. 2000. №19.
12. Глобальные сценарии развития прямого и венчурного инвестирования. – Спец. выпуск EVCA, апрель 2008. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2009. – 168 с.
13. *Дагаев А.А.* Венчурный бизнес: Управление в условиях кризиса. // Проблемы теории и практики управления, 2003. № 36, с.74–80.
14. *Дагаев А.А.* Механизмы венчурного (рискового) финансирования: Мировой опыт и перспективы развития в России. – <http://www.cfin.ru/press/management/1998-2/06.shtml>.
15. *Дворжак И. Кочишова Я., Прохазка П.* Венчурный капитал в странах Центральной и Восточной Европы. // Проблемы теории и практики управления. – <http://innovbusiness.ru/content/doc-393.html>.
16. Европейский подход к прямым и венчурным инвестициям. – EVCA, 2009. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2010. – 104 с.

17. *Кастельс М.* Информационная эпоха: Экономика, общество и культура. – М.: ГУ ВШЭ, 2000.
18. *Коллинз Д.* От хорошего к великому: Почему одни компании совершают прорыв, а другие нет. 4-е изд. – СПб.: Стокгольмская школа экономики, 2005.
19. *Контев В., Солодов В., Левин А.* Инновация и венчурный капитал – взаимодействие изобретателя и инвестора. – <http://innovbusiness.ru/content/doc-105.html>.
20. *Никконен А.И.* Венчурный капитал – катализатор развития инновационной экономики. // Инициативы XXI века. 2010. № 1.
21. От знаний к благосостоянию: Преобразование российской науки и технологии с целью создания современной экономики, основанной на знаниях. Доклад Всемирного Банка. Апрель 2002. – [http://www.opec.ru/library/article.asp?d\\_no=532&c\\_no=3&c1\\_no=](http://www.opec.ru/library/article.asp?d_no=532&c_no=3&c1_no=).
22. Отчет Экспертной Группы по преодолению препятствий для трансграничных венчурных инвестиций. – Европейская Комиссия, 2010. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2011. – 76 с.
23. *Родионов И.И.* Проблемы и решения // Свой бизнес, 2006. №4.
24. *Родионов И.И.* Как строить отношения с прямым инвестором. // Генеральный директор. 2006. № 5.
25. *Родионов И.И.* Как вести себя во время Due Diligence. // Свой бизнес. 2006. №1–2.
26. *Родионов И.И.* «Брачный» контракт»: Какую долю своей компании не опасно и выгодно продать инвестору? // Свой бизнес. 2006. №3.

27. *Родионов И.И.* Как понравиться инвесторам. // Свой бизнес. 2003. №12.
28. *Родионов И.И.* 9 «Золотых» правил составления инвестиционного меморандума. // Свой бизнес. 2005. № 21.
29. *Родионов И.И.* Прямой инвестор и совершенствование управления компанией. // Журнал «Управление компанией» (ЖУК). 2004. № 11.
30. *Родионов И.И., Старюк П.Ю.* Управление стоимостью компании как основная задача эффективного собственника. // Управление корпоративными финансами. 2006. № 2 (14).
31. Сравнительное изучение налогового и правового окружения в Европе. – EYSA, 2008. / Пер. с англ. под ред. А.И. Никконен. – СПб.: РАВИ, 2009. – 80 с.
32. Факторы конкурентоспособности российской экономики: Структурно-институциональный подход. – М.: Институт «Восток-Запад», 2005.
33. *Хомутский Д.* Управление идеями: Как организовать процесс. // Журнал «Управление компанией» (ЖУК). 2005. № 8.
34. *Чиркова Е.В.* Как оценить бизнес по аналогии. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
35. *Яндиев М.И.* Аналитический обзор: «Венчурный капитал в России». – <http://www.humanities.edu.ru/db/msg/33589>.
36. AVCAL Standard VCLP Deed. – [http://www.avcal.com.au/ftp/resource/VCLP\\_200307.doc](http://www.avcal.com.au/ftp/resource/VCLP_200307.doc).
37. AVCAL Valuation Guidelines. – AVCAL. – [http://www.avcal.com.au/ftp/resource/AVCAL\\_Valuation\\_Guidelines\\_2003.pdf](http://www.avcal.com.au/ftp/resource/AVCAL_Valuation_Guidelines_2003.pdf).

38. Benchmarking European Tax and Legal Environments. – EVCA, 2002. –  
[http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_60\\_att\\_321.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_60_att_321.pdf).
39. Better Exits. – EVCA, 1997. –  
[http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_14\\_att\\_19.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_14_att_19.pdf).
40. *Camp, Justin J.* Venture Capital Due Diligence: A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns. – John Wiley & Sons; 1st Ed. January 18, 2002.
41. European Buyout Success Stories. – EVCA, Oct. 2001. –  
[http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_27\\_att\\_10.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_27_att_10.pdf).
42. European Technology Success Stories. – EVCA, 2002. Free of charge. –  
[http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_25\\_att\\_9.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_25_att_9.pdf).
43. EVCA Valuations Guidelines. – EVCA. –  
[http://www.evca.com/pdf/EVCA%20Guidelines/Guidelines\\_valuation.pdf](http://www.evca.com/pdf/EVCA%20Guidelines/Guidelines_valuation.pdf).
44. Foreign direct investment in the real and financial sector of industrial countries. / Ed. by Herrmann H., Lipsey R. – Berlin: Springer-Verlag, 2003. – 366 c.
45. Foreign direct investment: Research issues. / Ed. by Bora B. – London: Routledge, 2002. – 354 c.
46. INTERVIEW: Albina Nikkonen, Russian Venture Capital Association (RVCA) // Private Equity Russia & CIS Journal. 2010. #10.

47. Management buy-outs and venture capital: Into the next millennium. / Коллект. автор; Wright, M.; Robbie, K. – Cheltenham: Edward Elgar, 2000. – 354 c.
48. *McNally, K.* Corporate venture capital: Bridging the equity gap in the small business sector. / McNally, K. – London: Routledge, 1997. – 256 c.
49. *Osnabrugge, van, M.* Angel investing: Matching start-up funds with start-up companies: The guide for entrepreneurs, individual investors, and venture capitalists. / Osnabrugge, van, M.; Robinson, R.J. – San Francisco: Jossey-Bass Publishers, 2000. – 422 c.
50. Russians keen to invest / INTERVIEW: Nikkonen A., Gruzdov G. // Industry Investment. 2009. #2.
51. *Sharp, G.* European private equity: A practical guide for vendors, managers and entrepreneurs. / Sharp, G. – London: Euromoney; ING Barings, 2001. – 111 c.
52. The Economic and Social Impact of Buyouts and Buyins in Europe. – EVCA, January 2001. – [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_11\\_att\\_334.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_11_att_334.pdf).
53. The Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe. – EVCA, June 2002. – [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_37\\_att\\_333.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_37_att_333.pdf).
54. *Timmons, J.A.* New Venture Creation: Entrepreneurship for the 21st Century. / Timmons, J.A. – Boston: Irwin/McGraw-Hill, 1994. – 796 c.
55. Venture Capital Incentives in Europe. – EVCA, October 1997. – [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_60\\_att\\_321.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_60_att_321.pdf).

56. Why and how to invest in private equity. AVCAL, 01 October, 2002. – <http://www.avcal.com.au>.
57. Why & How to Invest in Private Equity. – EVCA, originally published in 2002. – February 2004 update. – [http://www.evca.com/images/attachments/tmpl\\_9\\_art\\_34\\_att\\_104.pdf](http://www.evca.com/images/attachments/tmpl_9_art_34_att_104.pdf).
58. *Wilmerding, Alex*. Deal Terms: The Finer Points of Venture Capital Deal Structures, Valuations, Term Sheets, Stock Options and Getting Deals Done. – Aspatore Books, January 1, 2003.
59. *Wilmerding, Alex*. Sheets & Valuations: A Line by Line Look at the Intricacies of Venture Capital Term Sheets & Valuations. – Aspatore Books, January 1, 2003.
60. *Wright, M*. Venture capital in Europe. / Wright, M.; Robbie, K.; Albrighton, M.; e.a. – London: The Stationery Office, 1998. – 173 c.



# Приложение 1.

## Вопросы для оценки качества освоения дисциплины

1. Структура технологического бизнеса
2. Суть идеи экономики, построенной на знаниях
3. Что понимается под производством и потреблением знаний в постиндустриальной экономике. Влияние технологий на повышение производительности труда
4. Причины перемещения производства из развитых стран
5. Структура венчурного бизнеса
6. Основные этапы развития бизнеса, требующие привлечения венчурного капитала
7. Характеристика потребности в венчурном капитале на различных стадиях развития бизнеса
8. Критерии и характеристики привлекательности отраслей с точки зрения венчурного финансирования
9. Преимущества и недостатки венчурного капитала в качестве источника роста
10. Критерии и характеристики привлекательности продукта с точки зрения венчурного финансирования
11. Роль бизнес-ангелов и фондов «посевого» финансирования в венчурном финансировании
12. Значение и формы использования венчурного капитала для финансирования инновационной деятельности
13. Доступность венчурного капитала в России

14. Программы федерального, региональных и местных правительств по поддержке венчурных инвестиций и созданию института венчурного капитала в России
15. Типы венчурного капитала в зависимости от используемых финансовых инструментов
16. Финансовые инструменты, используемые в венчурном финансировании
17. В чем заключается содержание совместной работы с венчурным инвестором по повышению стоимости компании и управлению инвестициями
18. Критерии отбора и анализа компаний, предлагающих венчурный капитал
19. Основные фонды венчурных инвестиций, работающие на российском рынке
20. Основные принципы и структура презентации компании венчурному инвестору
21. Основные моменты, отражаемые в запросе на инвестиции и предложении инвестору
22. Основные вопросы, интересующие венчурного инвестора
23. Основные вопросы, обсуждаемые на встречах и в ходе переговоров с венчурным инвестором
24. Основные структуры сделки с венчурным финансированием и основные подходы к оценке бизнеса
25. Основные положения, отражаемые в письме об обязательствах со стороны венчурного инвестора
26. Основные направления проверки компании венчурным инвестором

27. Основные этапы закрытия сделки с венчурным инвестором
28. Основные направления работы по повышению стоимости компании и управление инвестициями
29. Основные формы выхода венчурного инвестора из инвестиции
30. Необходимость и целесообразность использования инвестиционных брокеров и консультантов

## Приложение 2.

### Предлагаемая тематика самостоятельных работ учащихся

1. Национальная инновационная система – развитие концепции
2. Влияние процессов глобализации на развитие венчурного капитала, и тенденции в этой области
3. Государственные программы развития венчурной индустрии за рубежом
4. Государственные программы развития венчурной индустрии в России
5. Региональные программы стимулирования венчурного капитала в России
6. Анализ правительственных программ стимулирования инновационной деятельности с использованием венчурного капитала в развитых странах (на примере программ ЕЭС, Скандинавии)
7. Анализ правительственных программ стимулирования инновационной деятельности с использованием венчурного капитала в развивающихся странах (на примере Чили, Бразилии, Израиля, Мексики)
8. Инфраструктура, требуемая для развития венчурного капитала (опыт развитых и развивающихся стран)
9. Предложения по формированию государственных и негосударственных институтов, требуемых для развития венчурной индустрии в России

10. Анализ основных проблем развития венчурного капитала в России
11. Венчурные инвестиции: их роль и значение для развития российской экономики
12. Особенности структур венчурного финансирования в отдельных отраслях (выбрать отрасль)
13. Анализ неудач венчурных проектов в отдельных отраслях (выбрать отрасль)
14. Анализ успехов венчурных проектов в отдельных отраслях (выбрать отрасль)
15. Примеры SWOT-анализа реальных проектов, в которых применялось венчурное финансирование.

Авторы: Иван Родионов  
Альбина Никконен

Консультант: Валентин Левицкий

Корректоры: Наталья Жуковская  
Елена Антонова  
Мария Родина

Верстка: Артур Никконен

