



ЮРИДИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ОФОРМЛЕНИЯ «ПОСЕВНЫХ» И ВЕНЧУРНЫХ СДЕЛОК



Оглавление

| | |
|--|------------|
| <u>Оглавление.....</u> | <u>2</u> |
| <u>Предисловие.....</u> | <u>3</u> |
| <u>Введение. Особенности и логика инвестиционного процесса.....</u> | <u>5</u> |
| <u>Процесс отбора проектов для инвестирования – описание и логика бизнес-процесса.....</u> | <u>9</u> |
| <u>2. Основные формы инвестирования, принятые в «посевном» и венчурном инвестировании (обыкновенные акции, привилегированные акции, долговые обязательства).</u> | <u>17</u> |
| <u>3. Процесс заключения сделки.....</u> | <u>20</u> |
| <u> а. Первоначальное взаимодействие инвестора и заявителя. Подписание первых документов... ..</u> | <u>20</u> |
| <u> b. Формирование Перечня условий (Term Sheet) (с раскрытием основных разделов).</u> | <u>26</u> |
| <u> c. Проведение формальной экспертизы (Due-Diligence).</u> | <u>36</u> |
| <u> d. Подписание юридических документов о сделке (акционерных соглашений).</u> | <u>39</u> |
| <u>4. Основные сведения о юридических аспектах постинвестиционного периода.....</u> | <u>41</u> |
| <u>5. Особенности организационно-правовых форм для заключения венчурных сделок в российской юрисдикции.</u> | <u>64</u> |
| <u>6. Заключение сделок бизнес-ангелами – основные особенности.</u> | <u>68</u> |
| <u>7. Основные конфликты сторон сделки и способы их решения.</u> | <u>71</u> |
| <u>8. Особенности многосторонних сделок.....</u> | <u>74</u> |
| <u>9. Особенности сделок с государственными институтами развития.....</u> | <u>79</u> |
| <u>10. Приложение 1– Пример типового Term Sheet для иностранной и российской юрисдикции.....</u> | <u>82</u> |
| <u>11. Приложение 2 – Примеры расчета таблиц капитализации и изменения долей участников сделки при новых раундах.....</u> | <u>112</u> |
| <u>12. Приложение 3 – Типовые вопросы проведения Legal DD.....</u> | <u>114</u> |
| <u>13. Приложение 4 – Процесс оформления венчурной сделки.....</u> | <u>116</u> |
| <u>14. Приложение 5 – Интервью экспертов.....</u> | <u>117</u> |
| <u>15. Глоссарий.....</u> | <u>126</u> |

Предисловие

Основная цель предлагаемого пособия состоит в предоставлении возможности читателям – основателям компаний, бизнес-ангелам, сотрудникам управляющих компаний фондов – изучить особенности и логику инвестиционного процесса, ознакомиться с основными формами инвестирования, принятыми в «посевном» и венчурном инвестировании, изучить различные аспекты процесса заключения инвестиционной сделки, а также рассмотреть особенности сделок в зависимости от состава их участников.

Автор пособия опирается на теоретические концепции и практические разработки российских и зарубежных специалистов в сфере предпринимательской деятельности, финансового и стратегического менеджмента, венчурного инвестирования.

Основные задачи данного пособия:

- Сформировать у читателей представление о логике процесса отбора проектов для инвестирования;
- Рассмотреть основные формы венчурного инвестирования;
- Обеспечить понимание основных принципов процесса заключения венчурной сделки;
- Дать подробное представление о юридических аспектах постинвестиционного периода;
- Научиться использовать алгоритм заключения инвестиционной сделки.

В ходе изучения пособия читатели приобретут:

- Знание последовательных действий по заключению инвестиционной сделки и умение применять их на практике;
- Знание организационно-правовых форм для заключения венчурных сделок в российской юрисдикции;
- Понимание основных приоритетов инвесторов, составляющих логику процесса отбора проектов для инвестирования;
- Умение использовать полученные теоретические знания в отношении инвестиционного процесса для привлечения средств в свои компании.

Для наглядности в приложении к пособию представлены типовые примеры основных документов для российской и иностранной юрисдикции, примеры расчета таблиц капитализации и изменения долей участников сделки при новых раундах инвестирования, типовые вопросы проведения процедуры Legal DD, а также интервью с ведущими экспертами в области венчурного финансирования. Помимо этого в конце пособия расположен глоссарий.

Адаптированное к российским условиям пособие рассчитано на предпринимателей, которые планируют привлечь венчурные инвестиции в собственные компании.

Авторский коллектив

Тюрина Анастасия

VC Group (генеральный директор - Семенов Александр)

Воркуева Ольга, партнер юридической фирмы «Воркуева и партнеры»

Эксперты:

Авдонин Игорь, ментор Технопарка Сколково, основатель BUZPORT

Антипов Виталий

Кузнецов Демид, iTech Capital, финансовый директор

Родионов Иван, профессор НИУ-ВШЭ,

Саяхова Римма, Startobaza, управляющий директор

Соловьев Алексей, Prostor Capital, управляющий директор

Введение. Особенности и логика инвестиционного процесса

Развитие индустрии венчурного капитала и прямого инвестирования в России является одним из приоритетных направлений государственной Инновационной политики и необходимым условием активизации инновационной деятельности и повышения конкурентоспособности отечественной промышленности.

Достоинства венчурного инвестирования как источника финансирования в сфере малого и среднего инновационного бизнеса очевидны: динамично развивающееся предприятие может получить венчурные инвестиции тогда, когда иные финансовые источники воздерживаются от рискованных вложений.

Различие между венчурными и остальными внебиржевыми (прямыми) инвестициями в Уставной капитал проходит по признаку наличия или отсутствия стратегического участия в реализации проекта.

Венчурный инвестор с целью уменьшения риска нецелевого использования инвестиций в качестве обязательного условия внебиржевого (прямого) финансирования в большинстве случаев требует вхождения одного или нескольких своих представителей в состав Совета директоров реализующего проект предприятия.

Таким образом, специфическая «ниша» венчурного финансирования - это внебиржевые (прямые) инвестиции в уставный капитал с уменьшенным в результате вхождения представителей инвестора в Совет директоров предприятия, реализующего проект, уровнем риска.

В США неформальные венчурные инвесторы, хотя и инвестируют обычно в меньших объемах, чем формальные венчурные инвесторы, инвестируют на более ранних этапах, причем чаще всего они финансируют те проекты, которые ни при каких условиях не станут финансировать формальные инвесторы - в первую очередь из-за высоких издержек на различные экспертизы и накладных расходов. В целом же «бизнес-ангелы» ежегодно инвестируют в США, по некоторым оценкам, на порядок больше, чем все вместе взятые формальные венчурные инвесторы.

Прямое финансирование («direct equity» или «private equity») и его разновидность венчурное финансирование («venture capital») на сегодняшний день наибольшее развитие получило в странах англосаксонского общего права (так называемого «common law»).

Главная особенность прямых и венчурных инвестиций по сравнению с другими инвестиционными секторами состоит в том, что прибыль образуется благодаря росту капитализации компании за время совместной «жизни» с инвестором, который предоставляет не только необходимые денежные средства, но и помощь в процессе создания, развития и управления бизнесом, продвижения продукции. Это так называемый принцип Smart Money. Помощь инвестора может заключаться в:

- выработке управленческих решений;

- приглашении в компанию известных специалистов в качестве сотрудников или консультантов;
- передаче опыта;
- помощи в сбыте продукции и т.п.
- создании бренда компании (известный инвестиционный фонд и сам может выступать в качестве бренда).

Очевидно, что чем на более ранней стадии были осуществлены вложения, тем больше может быть и прибыль, но тем выше и риски.

Процесс функционирования венчурного капитала может быть разделен на стадии, определенным образом соответствующие стадиям жизненного цикла инновационной компании: seed («ранняя», «посевная»), start-up («старт», «начальная»), early stage или early growth («ранний рост»), expansion («расширение»). При этом на каждом этапе венчурный капитал играет различную роль (см. табл. 1).

Таблица 1 – Стадии жизненного цикла венчурного капитала

| Стадия | Основные цели вложения | Источники капитала | Ожидаемый доход | Величина финансового риска | Срок окупаемости |
|-------------|--|--|-------------------|----------------------------|------------------|
| Seed | Проведение НИОКР, формирование бизнес-планов и маркетинговых исследований | Бизнес-ангелы, «семья и друзья», гранты | Свыше 50% | Очень высокий риск | До 10 лет |
| Start-up | Организация производства, создание прототипа нового изделия | Венчурные фонды, бизнес-ангелы | Около 35% годовых | Высокий риск | 5-7 лет |
| Early stage | Внедрение на рынок, завершение научно-исследовательских работ, повышение квалификации кадров, создание рекламы, сети сбыта | Венчурные фонды, фонды, private equity банки | До 30% годовых | Снижение риска | 4-7 лет |

| | | | | | |
|-----------|--|-----------------------------|-----------------------|-------------|---------|
| Expansion | Расширение производства и сбыта, обновление продукции, увеличение оборотных средств, улучшение системы сбыта | Фонды private equity, банки | От 20% до 30% годовых | Низкий риск | 2-5 лет |
|-----------|--|-----------------------------|-----------------------|-------------|---------|

На «посевном» этапе финансирование обычно направлено на проведение различных экспериментов и исследований с целью получения информации, позволяющей оценить перспективность исходной идеи, ее технологический потенциал. Стартовое финансирование направлено на проведение маркетинговых исследований, привлечение квалифицированных менеджеров, реализацию начала промышленного производства продукта и продаж. На стадии расширения средства направляются как на расширение производства, развитие рынка сбыта, так и на реализацию нефинансовых услуг – обеспечение юридической защиты проектов, проведение необходимых технологических экспертиз, организацию защиты интеллектуальной собственности и т.д. Также намечаются возможные варианты коммерциализации инноваций. На стадии роста высокотехнологичной компании происходит существенное изменение роли венчурного инвестора – он переходит от активного участия в деятельности компании к помощи при ее выходе на рынок, поиску потенциальных покупателей компании.

Удачной признается инвестиция, когда продажа доли инвестора на «выходе» происходит по ценам, намного превышающим вложения, что позволяет зафиксировать значительные объемы прибыли (свыше 50-70% годовых). Общая продолжительность цикла от «посева» до «выхода» занимает 3–10 лет в зависимости от специфики компании и стадии, на которой происходит «выход».

За последние несколько десятков лет в прямом и венчурном инвестировании возникли свои стандарты, правила и традиции – терминология, управленческие приемы, методы оценки проектов, критерии успеха инвестиций и сравнения проектов между собой, способы диверсификации рисков. Во многих странах существуют юридические и консалтинговые бюро, специализирующиеся в данной области, созданы ассоциации прямого и венчурного инвестирования, объединяющие большинство крупных инвесторов в той или иной стране.

Фидуциарная ответственность

Правила формирования и работы фондов также определяются фидуциарной ответственностью, лежащей в основе доверительного управления.

Основным содержанием фидуциарной ответственности является то:

- что доверенный должен сделать в пользу доверителя максимум возможного в данном месте в данное время,

- в каждой финансовой сделке всегда присутствует сторона, заинтересованная в ней больше, чем другая (и следовательно, оказывающая на ее результат большее влияние и тем самым становящаяся доверенным лицом по отношению к доверителю) и, в силу этой большей заинтересованности, приобретающая статус спонсора, а, следовательно, и фидуциарную ответственность перед менее заинтересованной стороной.

Содержание фидуциарной ответственности существенно шире, чем гражданско-правовой, где сфера регулирования ограничивается простыми операциями: даю чтобы дал, делаю чтобы дал, даю чтобы делал, делаю чтобы делал.

С учетом того, что отношения доверительного управления, регулирующие финансовые сделки, лежат в основе современного бизнеса, регулирование фидуциарной ответственности является важнейшим элементом современного института права.

Несмотря на то, что в нашей стране активно развиваются отношения доверительного управления активами (например, ПИФы и Пенсионные фонды), понятие фидуциарной ответственности в законодательстве пока отсутствует.

Отношения доверительного управления неизбежно порождают понятие спонсорства. Если статус спонсора, а, следовательно, и дополнительная фидуциарная ответственность, не принимается на себя добровольно, это всегда может сделать суд (как в преддверии, так и уже после заключения сделки) и поэтому вопрос о самопризнании спонсорства, на практике, как правило, не возникает. С другой стороны, в нашей стране, где отсутствует регулирование фидуциарной ответственности, вопрос о спонсорстве пока не возникает.

Процесс отбора проектов для инвестирования – описание и логика бизнес-процесса.

В процессе рассмотрения заявок на инвестирование проектов на каждой стадии значительное число заявок отклоняется (см. рис. 1). Согласно данным, предоставленным российской компанией Softline Venture Partners, в 2009 году было отобрано две заявки из 500. Процесс прямого инвестирования – это многошаговая и многоступенчатая процедура. Те проекты, которые успешно «проходят экзамен» на первом этапе, могут быть отторгнуты на втором этапе и т.д. Только самые ценные проекты из потока сделок проходят через последний этап. Поэтому для фонда очень важным является формирование устойчивого потока заявок на инвестиции, который называется потоком сделок (deal flow). Поскольку только несколько процентов от первоначальных контактов фонда и компании реализуется в форме совершенных сделок, чрезвычайно важно управлять потоком сделок, поступающих в фонд, и их продвижением по различным этапам рассмотрения и одобрения, с большой осторожностью.

Таким образом, поток сделок (deal flow) – это число инвестиционных возможностей – заявок на инвестиции, которые получает и рассматривает управляющая компания фонда за единицу времени - важнейший показатель работы фонда, а также и здоровья экономической среды, в которой фонд действует. Большое число инвестиционных заявок свидетельствует в пользу высокого уровня активности фонда, а также служит индикатором общей динамики в экономике конкретного экономико-географического региона, сигналом наступающего спада или бума.

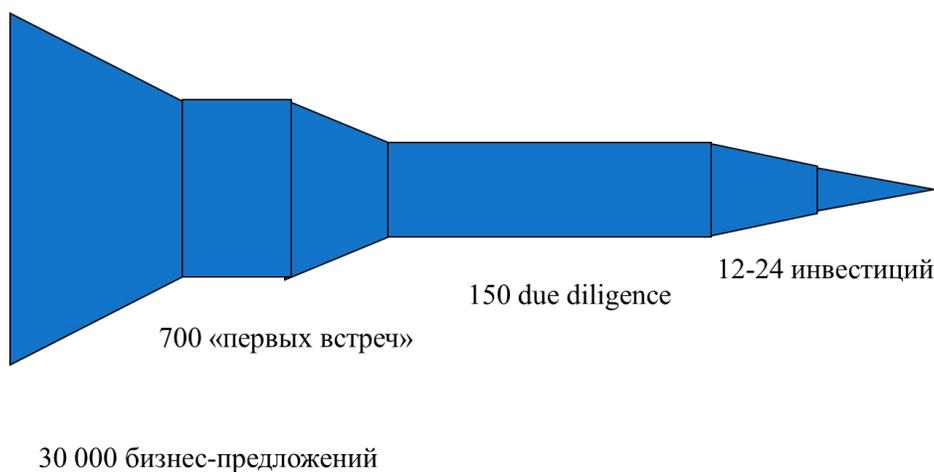


Рисунок 1. Процедура отбора компаний фондом Draper Fisher Jurvetson (известная «ракета Дрейпера»)

Поток сделок предоставляет управляющим фондом своего рода «сырье», из которого необходимо выбрать тех предпринимателей и компании, с которыми фонд готов пройти рука в руку длинный путь по увеличению стоимости - путь к богатству либо бедности. Для инвестора фонда – способность управляющего фондом создать мощный поток сделок является основным критерием его привлекательности и надежности.

Далее приведем основные признаки и характеристики венчурного проекта, анализируемые при отборе проектов, которые должны быть описаны в структуре бизнес-предложения проекта для венчурного фонда. Данная структура является примерной и может не отражать специфику конкретного бизнес-предложения. Приводится на базе материала шаблона проектной заявки, предложенного фондом под управлением Allianz Rosno.

РЕЗЮМЕ

- Суть предложения для Фонда (что предлагается и что требуется от Фонда):
 - Предложение о продаже доли в уставном капитале в обмен на инвестиции в развитие бизнеса;
 - другое;
- Почему предложение может быть интересно Фонду;
- Основные участники: автор предложения, собственник, др. заинтересованный лица;
- Кому необходимо направить ответ Фонду (тел., эл.почта, адрес).

БИЗНЕС И СТРАТЕГИЯ

Общее описание

- Сущность проекта/бизнеса/компании;
- Текущие выручка и доля рынка;
- Оценочная стоимость бизнеса;
- Доля, предлагаемая Фонду;

Рынок продукции / услуг и конкуренты¹

- Определение рынка;
- Покупатели / потребители и поставщики;
- Размер рынка и темпы роста за посл. 5 лет и прогноз на 5 лет;
- Объемы экспорта и импорта;
- Важные события, изменения и тенденции в отрасли за последние 3-5 лет;
- Ценообразование, чувствительность спроса к ценовым колебаниям;
- Основные игроки рынка и прямые конкуренты: показатели деятельности (объем продаж, доля рынка, прогноз развития), стратегия, конкурентные преимущества;

¹ Здесь и далее необходимо указывать источник информации (статистики) и дату опубликования

- Средние по отрасли показатели рентабельности за посл. 5 лет и прогноз на 5 лет; основные факторы, определяющие данный уровень рентабельности;
- Конкурентные барьеры на пути новых игроков.

Конкурентные преимущества

Описание факторов, которые позволят бизнесу достичь намеченных целей и быть успешным на рынке.

Примеры

- Уникальная технология или процесс, защищенный от копирования (патенты, др.);
- Накопленный бизнесом/менеджерами/специалистами уникальный опыт;
- Дорогостоящее, уникальное оборудование;
- Особенные свойства продукции/услуг;
- Заключенные эксклюзивные контракты;
- Широкая сеть дистрибуции.

Маркетинг и система продаж

- Способ распространения товаров;
- Предполагаемые дистрибуторы и посредники, их позиция на рынке, зависимость бизнеса от них;
- Необходимость и стоимость рекламной компании;
- Системы продаж, используемые конкурентами;
- Результаты исследований потенциального спроса.

Отраслевые риски

- Этапы развития отрасли, текущее состояние и прогнозы;
- Факторы, влияющие на увеличение/снижение объемов продаж в отрасли и цену на продукцию/услуги;
- Зависимость от других отраслей, угроза продуктозамещения;
- Роль государства (регулирование, лицензирование).

Варианты вхождения и выхода для «Фонда»

- Структура предполагаемой сделки и участие Фонда;
- Описание вариантов выхода Фонда из бизнеса (IPO, продажа стратегическому инвестору и т.п.);
- Потенциальные покупатели и их мотивы;
- Расчет цены продажи доли Фонда;

- Наличие опционов на продажу доли Фонд либо покупки дополнительного пакета.

ПРОИЗВОДСТВО/ОПЕРАЦИИ

Производственный процесс

Основные этапы производственного процесса от сырья до конечной продукции. В каких из этапов участвует или будет участвовать бизнес.

Если бизнес оказывает услуги, необходимо указать на каком этапе, кому и почему они оказываются.

Производственные активы и оборудование

- Здания, сооружения и права на землю;
- Основное оборудование, его стоимость и износ;
- Необходимость и размер инвестиций в переоборудование и ремонт;
- Нематериальные активы (патенты, авторские права).

Сырье и его поставщики, цены

- Основное сырье, описание рынка сырья;
- Поставщики и зависимость бизнеса от поставщиков;
- Ценообразование, факторы, влияющие на цены, историческая динамика цен и прогноз.

Персонал

- Численность и зарплата по категориям работников;
- Система стимулирования.

ФИНАНСЫ

Подробные финансовые показатели

Отчетности за весь период деятельности (если существуют):

- Баланс;
- Отчет о прибылях и убытках;
- Отчет о движении денежных средств.

Объем продаж и выручка

- Объем продаж в единицах и цены по основным видам продукции/услуг, общая выручка;
- Прочие источники дохода.

EBITDA

Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation - Прибыль до уплаты процентов по кредитам, налогов, и амортизационных отчислений.

Чистая прибыль

Налоги

Режим налогообложения, ставки и льготы, пошлины, квоты. Возможности по оптимизации.

Специфические отраслевые показатели

Используемые в отрасли сравнительные показатели (пример: выручка на 1 кв. метр торговой площади).

РУКОВОДСТВО

Высший управленческий персонал

Наличие или планы по найму директоров:

- Генеральный директор;
- Директор по производству;
- Директор по стратегии и развитию бизнеса;
- Финансовый директор;
- Главный бухгалтер.

Опыт, образование и репутация

- Краткие резюме основных менеджеров;
- Соответствующий опыт, деловые достижения;
- Контакты с компаниями и сотрудниками Фонда и рекомендации;
- Мотивация каждого топ-менеджера работать в бизнесе.

ИНВЕСТИЦИИ

Требуемые инвестиции

Величина необходимых инвестиций в бизнес и их назначение в течение всего периода участия Фонда в бизнесе.

Структура капитала

- Уставной капитал, доля Фонд, предполагаемые выкупы или дополнительные размещения акций;
- Заемный капитал по видам, стоимость и график предполагаемого погашения.

Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)

Weighted Average Cost of Capital - средневзвешенная стоимость капитала (уставной + заемный) в процентах годовых

$$WACC = C_{УК} \times \frac{УК}{УК + ЗК} + C_{ЗК} \times (1 - H) \times \frac{ЗК}{УК + ЗК}$$

$УК$ - величина уставного капитала;

$ЗК$ - величина заемного капитала (кредиты, облигации);

$C_{УК}$ - стоимость уставного капитала в процентах годовых, ожидаемый «Фонд» возврат на инвестиции (25% для проектов существующих и новых БН, минимум 30% для спекулятивных и прочих проектов);

$C_{ЗК}$ - стоимость заемного капитала в процентах годовых (облигации, кредиты);

H - ставка налога на прибыль.

Чистые денежные потоки (FCF)

Free Cash Flows - Свободные денежные потоки от бизнеса до уплаты процентов по заемному капиталу, возврата тела кредита, но после налогов и необходимых инвестиций в бизнес.

Приведенный денежный поток (NPV@WACC)

Net Present Value – Сальдо денежных потоков FCF за весь период участия Фонд в бизнесе, включая средства от продажи (ликвидации) бизнеса, дисконтированных под ставку средневзвешенной стоимости капитала WACC.

Стоимость в конце срока, ликвидационная стоимость (TV)

Terminal Value - Стоимость всего бизнеса на момент предполагаемого выхода Фонд (как правило, через 5 лет).

Оценка может проводиться одним методом или как средневзвешенное значение из следующих методов:

- Стоимость бесконечного денежного потока при росте/падении на $x\%$ в год (growing perpetuity, укажите x);
- Оценочные индустриальные коэффициенты (multiples, укажите источник);
- Остаточная стоимость активов.

Срок возврата инвестиций (PB)

Pay Back - Период в месяцах, в течение которого в Фонд вернуться из бизнеса все вложенные средства.

Норма внутренней доходности (IRR)

Internal Rate of Return - Ставка доходности инвестиций Фонд в бизнес; среднее значение в год за весь период участия Фонда.

Анализ предлагаемой структуры сделки

Структурирование, т.е. разработка схемы сделки, осуществляется с тем, чтобы удовлетворить насколько это возможно интересы всех участников сделки и минимизировать юридические, налоговые и пр. риски, сопутствующие транзакции. Структурирование сделок включает в себя разработку сценария их проведения, а также планирование комплекса оценочных, аудиторских, юридических и др. процедур.

Специфика сделок, связанных с инвестированием венчурных проектов, заключается в том, чтобы определить условия не только самой сделки, но и условия участия инвестора в обществе. Как правило, таким сделкам вследствие незначительного объема финансирования не сопутствуют некоторые обычные процедуры, например, антимонопольное согласование, выпуск ценных бумаг с регистрацией проспекта и т.п.

Базовая структура сделки – это форма инвестиций: прямые инвестиции в уставный капитал или долговое финансирование. Мы предполагаем, что для инновационных компаний наиболее востребованным будет прямое финансирование в сочетании с долговым.. При этом основную роль играет прямое финансирование.

Далее необходимо определиться с организационно-правовой формой предприятия, принимая во внимание планы развития в долгосрочной перспективе. Для стартапов и портфельных компаний наиболее распространенной является форма общества с ограниченной ответственностью (ООО), которая может считаться довольно простой и удобной. По согласованию участников могут быть регламентированы вопросы управления, включая ограничение компетенции Генерального директора, отнесение ключевых вопросов к компетенции Общего собрания и Совета директоров, определение кворума для принятия решений, предусмотрен порядок принятия новых участников и т.д. Тем не менее, у ООО есть и ряд серьезных минусов, связанных с выдачей опционов и привлечением инвесторов, поэтому в зависимости от амбициозности и целей проекта иногда более удобной формой может считаться закрытое акционерное общество (ЗАО). А в случае больших планов (привлечение иностранных инвесторов, выход на международный рынок, серьезные сделки) оптимальным вариантом может быть использование возможностей иностранных юрисдикций..

Отдельным вопросом является определение цены предложения долей (акций), а также стоимость неденежных вкладов участников, если таковые будут иметь место.

Существенными условиями сделки также будут условия, позволяющие гарантировать развитие проекта согласно представленному бизнес-плану:

- гарантии передачи исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности, если такие права еще не были переданы инновационной компании;

- гарантии исполнения условий, направленных на минимизацию выявленных в результате due diligence рисков;
- гарантии участия ключевых участников;
- ограничения на продажи, размывания долей;
- дивидендная политика;
- мотивационные схемы ключевых работников;
- страхование ключевых участников/сотрудников компании;
- условия о голосовании определенным образом по определенным вопросам, в том числе по вопросам о формировании органов управления;
- условия о доступе к информации и контроле и пр.

Достигнутые соглашения по перечисленным вопросам закрепляются в договоре об осуществлении прав участников общества с ограниченной ответственностью (акционерном соглашении), а также в заявлениях и гарантиях, уставе общества, соглашениях опционного типа.

2. Основные формы инвестирования, принятые в «посевном» и венчурном инвестировании (обыкновенные акции, привилегированные акции, долговые обязательства).

Традиционно принято различать четыре способа финансирования роста компаний:

- Долговое финансирование (в том числе лизинговое).
- Инвестиции в Уставной капитал.
- Финансирование за счет собственных средств компании.
- Финансирование из государственных источников.

Венчурное финансирование в первую очередь – это инвестиции в Уставной капитал, в то время как долговое финансирование – это в основном банковское кредитование под обеспечение или займ (включая выпуск облигаций). Для стартапа доминируют инвестиции в уставной капитал.

При этом венчурное финансирование в тех или иных пропорциях может включать в себя долговое финансирование (через предоставление связанных кредитов или покупку облигаций инвестируемой компании, а также в форме лизинга в целях оптимизации налогообложения) и, частично, финансирование из государственных источников, но все же основная форма – инвестиции в Уставной капитал с определенным участием в реализации проекта.

Различие между венчурными и всеми прочими внебиржевыми (прямыми) инвестициями в уставной капитал принято проводить по уровню риска и исходя из наличия или отсутствия участия инвесторов в реализации проекта. Венчурный инвестор, с целью уменьшения риска нецелевого использования инвестиций, в качестве обязательного условия внебиржевого (прямого) финансирования (осуществляемого без обеспечения) в большинстве случаев требует вхождения одного или нескольких своих представителей в состав совета директоров, реализующего проект предприятия. При этом инвестор получает определенные дополнительные права в области корпоративного управления, которых может не быть у остальных акционеров (участников).

Таким образом, специфическая «ниша» венчурного финансирования – это внебиржевые (прямые) инвестиции в Уставной капитал, с уровнем риска, уменьшенным за счет вхождения представителей инвестора в совет директоров реализующего проект предприятия (что позволяет активно участвовать в управлении предприятием – «держатъ руку на пульсе» или «на штурвале», реализуя модель управления, которая называется «hands-on»).

Благодаря такому активному участию венчурных инвесторов в «жизни» проекта, венчурное финансирование рассматривается не просто как финансы, а как нечто большее, что включает в себя опыт венчурного инвестора, связи в мире бизнеса, а также не поддающееся формализации менеджерское ноу-хау. Вот почему венчурные инвестиции зачастую называют «умные деньги» (smart money).

Обыкновенные акции (common stock)— акции, дающее право голоса, но в тоже время при наихудшем развитии событий для компании наименее защищенные , поскольку в случае любых притязаний на активы и прибыль компании (продажа компании, распределение дивидендов, ликвидация) держатели обыкновенных акций будут удовлетворены в последнюю очередь. Такие акции больше подойдут для стратегических инвесторов.

Привилегированные акции (preferred stock) имеют больший вес, чем обыкновенные, поскольку позволяют записать ряд «привилегий» — прав и гарантий для их владельцев. Чаще всего это преимущественные права на доход при продаже/ликвидации компании и получении дивидендов (последнее — второстепенно для венчурного инвестирования). В отличие от обыкновенной акции привилегированная явным образом предписывает сумму, которая должна быть выплачена ее владельцу при ликвидации/продаже компании. Например, это могут быть начальная сумма и hurdle.

Основной инструмент, который используют венчурные капиталисты при финансировании молодых компаний, - это конвертируемые привилегированные акции. Обычно данные акции предполагают получение особых прав и привилегий, защищающих инвесторов от возможной потери вложенных средств и гарантирующих получение прибыли. Как правило, держатели таких акций могут конвертировать их в обыкновенные в любой подходящий момент. При конверсии венчурный капиталист теряет все права и привилегии, связанные с привилегированными акциями. Однако инвесторы конвертируют свои акции в обыкновенные, если это принесет им большую выгоду, чем сохранение привилегированных акций. При проведении IPO привилегированные акции автоматически конвертируются в обыкновенные. Однако при продаже компании у венчурных капиталистов есть выбор:

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

В 1970–1980-е годы в США было достаточно популярным использование долгового финансирования для венчурных инвестиций в рамках государственных программ по поддержке малого бизнеса, которое осуществлялось посредством «инвестиционных компаний малого бизнеса» (small business investment companies, SBIC).

Как правило, долговое финансирование для венчурного капитала осуществляется в форме займов или конвертируемых долговых обязательств. Чтобы оплачивать пользование заемным капиталом, источники венчурного капитала в форме долговых обязательств, как правило, должны получать текущие процентные доходы. Поэтому компании, заинтересованной в привлечении капитала и не способной обслуживать дополнительный долг, не следует обращаться к источникам, использующим долговое финансирование.

Конвертируемое долговое обязательство (convertible debt) является основной формой долговых инструментов. Данное обязательство может быть обменено на другие ценные

бумаги (как правило, на обыкновенные акции) компании в период действия этого долгового обязательства и согласно условиям его выпуска. Применение таких инструментов как правило предполагается большинством фондов, основывающихся на заемном капитале. При их покупке необходимо проводить переговоры в отношении цены конверсии, о процентной ставке и дополнительных условиях (covenants) соглашения о привлечении долга.

Конвертируемые долговые обязательства впервые появились и начали использоваться в США во второй половине 1980-х годов. А в последние несколько лет они — один из самых популярных методов структурирования венчурных сделок на ранних стадиях развития компаний. Известный американский бизнес-ангел Сет Левин недавно провел среди своих коллег опрос, в ходе которого выяснилось, что большинство из них практически 100% своих сделок закрывают именно в такой форме.

Каким бы ни было отношение западных венчурных инвесторов к конвертируемому долгу, у него есть одно бесспорное достоинство: это один из самых дешевых и быстрых инструментов для венчурной сделки. Подписание инвестиционного меморандума при таком варианте структурирования не требует больших финансовых, временных и эмоциональных затрат.

Когда компания добирается до следующего раунда инвестирования, бизнес-ангел имеет возможность купить акции стартапа со специально оговоренным дисконтом. Как правило, речь идет о 10–20%.

Пример

Предположим, инвестор соглашается дать стартаперу \$50 тыс. в виде беспроцентного долгосрочного кредита (в США — обычно на 12–18 месяцев) — с условием, что в дальнейшем его можно будет конвертировать в долю по заранее оговоренной формуле. На полученные деньги стартапер проверяет идею на жизнеспособность и создает прототип — а, скажем, через год «созревает» для того, чтобы получить инвестиции какого-либо венчурного фонда (инвестиционный раунд А). Фонд проводит профессиональную оценку компании и соглашается вложить в проект, допустим, \$250 тыс. в обмен на 25% акций. Это и есть момент, когда первоначальный инвестор может реализовать свое право и осуществить конвертацию, превратившись из кредитора в совладельца: он обменивает свое право требования по займу на реальные акции компании с теми же привилегиями и по той же цене (или даже с некоторым дисконтом), что и венчурный фонд. В нашем условном примере он может рассчитывать на долю в 5% (при общей оценке компании в миллион).

3. Процесс заключения сделки

а. Первоначальное взаимодействие инвестора и заявителя. Подписание первых документов.

Под структурированной сделкой подразумевается то, что выбранная форма организации деловой операции зафиксирована в правовом соглашении, устанавливающем отношения ответственности между различными сторонами, имеющими интерес в данной операции.

Для того, чтобы структура сделки была интересам сторон, необходимо четко понимать цели и задачи, которые преследуют участники сделки. Цель инвестора заключается в получении максимального дохода при определенном уровне риска, а также хеджирование этих рисков с помощью финансовых инструментов, механизмов контроля, и, возможно, через привлечение финансовых или корпоративных со-инвесторов. Цель предпринимателей и/или менеджмента компании, с другой стороны, – минимизация размывания собственной доли уставного капитала и сохранение максимальной свободы действий, т.е. сохранить за собой контроль над компанией, получив все хорошее, что может сулить сделка. При этом обе стороны стремятся повысить стоимость компании в результате инвестирования и получить возможность капитализации этой стоимости и выхода из инвестиции.

Информация о работе и планах компании (в т.ч. о продукте и таргетируемом рынке, бизнес-модели, месте в цепочке формирования стоимости (value chain), плане маркетинга и т.п.), находящейся на ранней стадии развития, является ключевым активом – интеллектуальном капиталом - и данная компания не заинтересована в ее разглашении. Некоторые предприниматели требуют подписывать самые жесткие соглашения, прежде чем будет раскрыта любая информация об их компании, продукте, рынке и бизнес-модели.

С другой стороны, не имея данной информации инвестор не сможет принять решения об инвестировании в компанию. Поэтому спустя некоторое время после обсуждения с инвестором конкретной сделки, когда речь идет о предоставлении фонду более детальной, чем представлена в презентации компании (investment summary или teaser) информации, компания предлагает, а инвестор соглашается заключить соглашение о неразглашении информации, предоставленной компанией (non-disclosure agreement – NDA).

Соглашение о конфиденциальности обычно подразумевает, что фонд обязуется использовать всю получаемую информацию только для определения возможностей инвестирования в компанию. Такое соглашение, однако, ограничивает эту обязанность лишь той информацией, которая не только объявлена конфиденциальной, но и не была ранее известна инвестору, не находится в данный момент и не будет находиться в будущем в общественном достоянии (public domain).

При составлении соглашения о конфиденциальности важно помнить, что оно не должно быть излишне строгим в части обязательств, накладываемых на инвестора. Само понятие «коммерческой тайны» означает, по сути, возможность для компании включать в

себестоимость затраты по ее соблюдению (например, на покупку сейфа или специального ПО) и не более того.

Для инвестора в лице управляющей компании фонда основным риском выступает репутационный – потеря доверия со стороны компаний, заинтересованных в инвестициях, а, следовательно, невозможность формирования потока сделок (deal flow) для фонда.

Управляющие компании достаточно серьезно относятся к охране конфиденциальной информации и всячески пытаются не допустить нарушений в этой области, поскольку это может нанести вред деловой репутации как фонда, так и отдельных управляющих, и ослабить, или даже свести на нет поток заявок на инвестиции. Поэтому со стороны инвестора достаточно декларации о готовности соблюдать конфиденциальность в отношении полученной информации и принять меры по ее нераспространению, равно как и вернуть компании всю полученную документацию, в случае, если инвестиционная сделка не состоится. Нарушение такой декларации и будет означать потерю репутации.

Основным методом защиты информации для компании выступает ее неразглашение вообще (что вряд ли удастся, если компания ищет инвестора) или разглашение только тем партнерам, которым компания доверяет и которые взяли на себя обязательство об ее дальнейшем неразглашении. Таким образом, предприниматель должен суметь честно и открыто рассказать инвестору бизнес-модели и обоснование преимуществ бизнеса, и в то же время удержать ряд второстепенных деталей, которые на этапе привлечения инвестиций делают бизнес «не уводимым». Поскольку понимание предпринимателем достигнутых договоренностей может значительно отличаться от их понимания венчурным инвестором, то договоренности следует зафиксировать в письменной форме в виде письма-обязательства (commitment letter), соглашения об условиях предстоящей сделки (term sheet). Основным смыслом данных документов – зафиксировать достигнутые договоренности на простом деловом языке без использования «юридического жаргона».

В любом случае следует настаивать на получении от венчурного фонда письма об обязательствах, условиях сделки, которые могут иметь форму как длинного, так и короткого документа. Главное, они должны содержать выраженные в понятной и однозначно трактуемой форме все существенные моменты и условия сделки, с тем чтобы на этой основе могли быть подготовлены юридически обязывающие документы.

Письмо-обязательство, перечень, выпущенные инвестором, не следует использовать в переговорах с другими инвесторами. Принятая практика предполагает эксклюзивность, т.е. переговоры ведутся только с одним инвестором, и переход к переговорам с другими инвесторами возможен, только если переговоры провалились и сделку согласовать не удалось. При нарушении данной практики об этом, скорее всего, станет известно, так как инвестиционное сообщество невелико и, как правило, довольно тесно общается в своем кругу.

Иногда, как мера дисциплинарного воздействия на компании, используется подход, когда компания делает депозит в пользу венчурного инвестора в размере от 1% до 2% предполагаемых обязательств по инвестированию. В случае если сделка состоялась или прервана по инициативе инвестора, депозит возвращается компании, а в том случае, если

сделка сорвалась по вине компании, депозит переходит инвестору и используется для покрытия его затрат, связанных с анализом и подготовкой сделки. Суды, как правило, неохотно принимают к рассмотрению дела о нарушениях соглашений о намерениях,.

Документы, подписываемые на различных этапах заключения сделки:

1-й этап “Deal flow”

Investment Memorandum– Инвестиционный меморандум

Commitment Letter– Письмо-обязательство / Term sheet– Соглашение об основных условиях сделки / Memorandum of understanding (MOU) - Протокол о намерениях

Это разные названия, отражающие одну и ту же суть.

2-й этап “Due diligence”

Non-disclosure Agreement (NDA) – Соглашение о конфиденциальности

Disclosure Letter– Соглашение о раскрытии информации

3-й этап “Closing the deal”

Stock Purchase Agreement (SPA) – Соглашение о покупке акций

Certificate of Incorporation – Учредительные документы

Investors' Rights Agreement – Соглашение о правах инвесторов

Shareholders Agreement (SHA) – Акционерное соглашение

4-й этап “Hands-on management”

Voting Agreement– Соглашение о порядке голосования

Management Rights Letter– Соглашение об осуществлении управления компанией

Indemnification Agreement– Соглашение о компенсации (возмещение ущерба)

Основные юридические документы в венчурной сделке

Подписание основных юридически обязывающих документов сторонами типовой венчурной сделки происходит на этапе закрытия сделки после оценки результатов проведения детального прединвестиционного анализа (due diligence).

Если Стороны по взаимному согласию решили выйти на сделку, то юристы подготавливают для последующего подписания, следующие документы:

- Договор купли-продажи акций (Stock Purchase Agreement)
- Соглашение акционеров (Shareholders' Agreement)
- Соглашение о правах инвесторов (Investors' rights Agreement)

Положения данных соглашений основываются на ранее согласованных договоренностях, содержащихся в Соглашении об основных условиях сделки (Term sheet) или Протоколе о намерениях (Memorandum of understanding).

Соглашение о покупке акций

Инвестор путем покупки обыкновенных и/или привилегированных акций компании осуществляет ее финансирование. Возникшие правоотношения в рамках данной сделки между сторонами регулируются положениями Договора купли-продажи акций. Как правило, крупные инвесторы приобретают привилегированные акции, что обеспечивает им дополнительные преференции при ликвидации компании, распределении дивидендов, и иные. Покупатели же обыкновенных акций получают права на управление деятельностью компании без дополнительных привилегий.

Договор закрепляет основные условия купли-продажи акций такие, как:

1. Вид акций;
2. Цена покупки и количество приобретаемых акций;
3. Оплата;
4. Дата закрытия сделки;
5. Ограничения на действия с акциями (право преимущественной покупки, предусматривающее ограничение на продажу или отчуждение иным образом акций компании третьим лицам без первоначального предложения этих акций компании и/или другим акционерам);
6. Гарантии компании и инвесторов.

Как правило, настоящий Договор не предусматривает положения о праве совместной продажи/покупки, ограничительного периода для сделок с акциями и иных инструментов защиты прав инвесторов (они оформляются отдельными юридическими документами, особенности которых будут рассмотрены ниже).

Соглашение акционеров

После юридического оформления «вхождения» инвестора в компанию для закрепления его прав могут заключаться Акционерные соглашения между всеми акционерами или среди определенного круга акционеров. Инвестор может быть стороной сразу нескольких Акционерных соглашений, главное, чтоб положения данных Соглашений не противоречили друг другу и учредительным документам компании.

Условия Акционерных соглашений регулируют отношения между акционерами и компанией по следующим важным вопросам:

1. Корпоративное управление (порядок формирования исполнительных органов, наделение полномочиями органов управления).
2. Порядок голосования (единогласное принятие решения по определенному кругу вопросов, обязательный кворум для правомерного голосования и др.).
3. Сделки с акциями
 - право преимущественной покупки (инвесторы имеют право приобрести акции, которые компания предлагает третьим лицам согласно условиям предложения);
 - право или обязанность совместной покупки/продажи(tagalong–право акционеров присоединиться к продаже акций, пропорционально акциям, которыми они владеет; drag along – обязанность акционеров продавать их акции потенциальному покупателю при условии, что не менее определенного процента акционеров проголосуют за продажу долей потенциальному покупателю);
 - ограничительный период в случае публичного размещения акций компании, в течение которого инвестор не вправе продавать или иным образом отчуждать акции компании и др.
4. Финансирование (форма и виды).
5. Ответственности сторон (санкции и компенсации в случае нарушения условий Соглашения).

Стороны могут разработать иные инструменты контроля и управления компанией в Акционерных соглашениях по своему усмотрению. Главное, стоит учитывать императивные нормы законодательства государства, в юрисдикции которого заключается Акционерное соглашение. Положения, противоречащие обязательным предписаниям закона, могут быть признаны юридически недействительными, и не будут защищать права акционеров.

Соглашение о правах инвесторов

Данное Соглашение разрабатывается чаще всего в случае привлечения нескольких инвесторов в очередном раунде финансирования. Инвесторы «входят» в компанию путем покупки акций, а конкретные права и обязанности инвесторов в отношении компании регламентируются в Соглашении о правах инвесторов. Наиболее популярными в данном виде Соглашений являются положения в отношении:

1. Регистрации акций в случае публичного размещения (обязательная регистрация, расходы, последствия отказа в регистрации, ограничения на сделки с акциями в ограничительный период и др.).
2. Прав инвесторов на получение информации (посещение компании, получение финансовой и бухгалтерской отчетности, положение о конфиденциальности и др.).

3. Прав и обязанностей инвесторов при дополнительном выпуске акций и следующих раундах финансирования:
 - право преимущественной покупки в случае предложения акций компании третьим лицам;
 - право или обязанность участия в следующих раундах инвестиций соразмерно количеству акционерного капитала инвестора;
 - положения о «не размытии» акций инвесторов (в последующих раундах финансирования снижается эффект «размытия» акций инвестора путем корректировки коэффициента конвертации и др.
4. Выплаты дивидендов (инвестор, который владеет привилегированными акциями, вправе получать дивиденды согласно решению исполнительного органа компании или фиксированный процент ежегодно или на равных условиях с владельцами обыкновенных акций).
5. Привилегий владельцев привилегированных акций при ликвидации компании (получение ликвидационной привилегий в первую очередь или распре или возможность участия в распределение оставшихся средств - зависит от вида привилегированных акций).
6. Привилегий при реорганизации компании (инвесторам предлагаются акции в новой компании пропорционально имеющимся у них акциям в реорганизуемой компании).
7. Дополнительных обязательств
 - страхование руководителей компании;
 - опционная программа для ключевых сотрудников от до-инвестиционной или пост-инвестиционной оценки компании;
 - вопросы, требующие обязательного одобрения инвесторов и др.

Как и в случае с Акционерными соглашениями, стороны по своему усмотрению закрепляют права и обязанности в Соглашении о правах инвесторов с учетом императивных норм законодательства.

б. Формирование Перечня условий (Term Sheet) (с раскрытием основных разделов).

Возможно выделить следующие основные разделы существенных условий соглашения о намерениях (term sheet):

- объем и инструменты инвестирования (collateral or security), оценка компании, доля инвестора, сроки и формы планируемого выхода из инвестиции (terms of investments),
- план использования инвестируемых средств (use of proceeds),
- особые условия и права, предоставляемые инвестору, становящемуся акционером компании, условия участия инвестора в управлении (conditions and covenants),
- действия сторон в случае задержки выхода инвестора из инвестирования,
- прочие условия (conditions of commitment), в т.ч. заверения компании (representations), вопросы конфиденциальности и требования неразглашения и эксклюзивности, обязательства компании по погашению затрат (или их части) в случае выявленного несоответствия представленных компанией данных, реальности, а также необходимость одобрения сделки Инвестиционным комитетом фонда (для фондов и инструментов коллективного и, в качестве условия ее реализации и т.п.

Практически все условия предварительного соглашения не носят юридически обязательного характера, за исключением определенных положений, касающихся эксклюзивности, конфиденциальности и (или) расходов.

Несмотря на то, что большинство обладающих хорошей репутацией фондов венчурного финансирования отступают от условий подписанных предварительных соглашений только в тех случаях, когда обнаруживают серьезные нарушения, например, подделку документов или значительное искажение фактов в ходе проведения комплексной юридической оценки либо серьезное уголовное прошлое учредителей компаний, наименее этичные венчурные фонды довольно часто отказываются заключать сделку финансирования после подписания предварительного соглашения.

Далее рассматриваются формы защиты интересов сторон сделок венчурного финансирования

Положения против разводнения (ANTI-DILUTION PROVISIONS)

Почти все сделки венчурного финансирования предусматривают какую-либо форму защиты инвесторов от разводнения акций. В контексте венчурного финансирования под защитой от разводнения имеется ввиду защита от разводнения при продаже акций по цене за акцию

меньшей, нежели цена, уплаченная инвесторами на более ранних этапах – финансирование «с понижением».

Данный механизм также известен как защита от разводнения на основании цены (priced based anti-dilution provision).

Привилегированные акции обыкновенно могут быть конвертированы в обыкновенные в любой момент времени по усмотрению их владельца, как правило, в пропорции 1:1и, как правило, автоматически конвертируются после квалифицированного IPO. Корректировки против разводнения на основании цены предусматривают увеличение количества обыкновенных акций, в которые может быть конвертирована каждая привилегированная акция(коэффициент конверсии). Кроме того, корректировка против разводнения затронет права голоса акционеров компании, поскольку акционеры – владельцы привилегированных акций почти всегда вправе голосовать по состоянию на момент конвертации.

Корректировки против разводнения на основании цены

Механизмы корректировки на основании цены, как правило, предусматривают некоторое изменение коэффициента конвертации привилегированных акций. В целом механизмы корректировки на основании цены делятся на методы «взвешенного среднего» и «полного храповика», а также на некоторые смешанные формулы между этими двумя.

В 2005-2009 гг. использование положений о защите от разводнения при предоставлении финансирования выглядело следующим образом (% от общего количества сделок):

| Метод | Q4 '09 | Q3 '09 | Q2 '09 | Q1 '09 | 20 08 | 20 07 | 20 06 | 20 05 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Метод «полного храповика» | 6% | 3% | 3% | 3% | 4% | 4% | 6% | 4% |
| Метод «взвешенного среднего» | 94 % | 96 % | 97 % | 97 % | 94 % | 91 % | 85 % | 90 % |
| Другие методы | 0% | 1% | 0% | 0% | 1% | 5% | 8% | 6% |

Источник: «Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West»; «Тенденции финансирования частных компаний WSGR», 2005-2010 гг.)

Под «другими методами» подразумевается смешанные варианты или же отсутствие положения о защите от разводнения.

Метод «взвешенного среднего» при защите от разводнения (WEIGHTED AVERAGE ANTI-DILUTION PROTECTION)

Самый распространенный метод защиты от разводнения называется метод «взвешенного среднего».

Эта формула корректирует коэффициент конвертации привилегированных акций в обыкновенные на основании: (i) денежной суммы, ранее полученной компанией, и цены за акцию, по которой такая сумма была получена, и (ii) денежной суммы, полученной компанией в ходе последующего финансирования с разводнением и цены за акцию, по которой была получена новая сумма. После чего такая средневзвешенная цена (которая всегда будет ниже начальной покупной цены после разводнения) делится на начальную покупную цену с целью определить количество обыкновенных акций, в которые может быть конвертирована любая привилегированная акция (такое количество составит более чем 1 акцию).

Таким образом, получается новая уменьшенная цена конвертации привилегированных акций, что приводит к росту коэффициента конвертации привилегированных акций в обыкновенные.

В случае выпуска новых акций по цене за акцию ниже, чем цена конвертации, действующая на тот момент времени в отношении привилегированных акций определенных серий, цена конвертации акций таких серий уменьшается до уровня установленной цены путем умножения цены конвертации на следующее дробное число:

$A + B$

$A + C$

Где:

A = Количество обращающихся обыкновенных акций до заключения сделки

B = Количество обыкновенных акций, которое может быть выпущено на сумму, полученную по старой цене конвертации

C = Количество обыкновенных акций, выпущенное в ходе сделки

Существует два основных варианта формулы «взвешенного среднего» в зависимости от

того, что предусматривает показатель «Количество обращающихся обыкновенных акций» в приведенной выше формуле.

Первый, более распространённый вариант называется «универсальное взвешенное среднее», а второй – «специальное взвешенное среднее».

Формула универсального взвешенного среднего (BROAD-BASED WEIGHTED AVERAGE FORMULA)

Расчет «Количества обращающихся обыкновенных акций» в формуле универсального взвешенного среднего включает в себя все находящиеся в обращении обыкновенные и привилегированные акции (по состоянию на момент конвертации), обыкновенные акции, которые могут быть выпущены после реализации нереализованных опционов, обыкновенные

акции, зарезервированные для будущих выпусков в рамках системы опционов компании, а также любые обращающиеся и подлежащие конвертации ценные бумаги, например, варранты.

Ниже приводится пример действия формулы универсального взвешенного среднего:

Предположим, что капитализация компании до финансирования выглядела следующим образом:

1 500 000 обыкновенных акций

2 500 000 привилегированных акций серии А(выпущенных по цене 1 доллар США за акцию)

2 000 000 привилегированных акций серии В(выпущенных по цене 2 доллара США за акцию)

1 000 000 опционов

7 000 000 итого

Предположим также наличие финансирования с разводнением при выпуске 2 000 000 привилегированных акций серии С по цене 0,50 доллара США за акцию с совокупной валовой прибылью 1 000 000 долл. США.

Корректировка для акций серии А

Цена конвертации акций серии А будет скорректирована следующим образом:

Цена конвертации акций серии А = 1,00 доллар США умножить на

$$\frac{A + B}{A + C} = \frac{7.000.000 + 1.000.000}{7.000.000 + 2.000.000} = \$1,00 \times \frac{8}{9} = \$0,88$$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии А составляет: $(2.500.000) \times (\$1,00 / 0,88) = 2.812.500$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии А составляет 1,125:1

Корректировка для акций серии В

Цена конвертации акций серии В будет скорректирована следующим образом:

Цена конвертации акций серии В = 2,00 доллара США умножить на

$$\frac{A + B}{A + C} = \frac{7.000.000 + 500.000}{7.000.000 + 2.000.000} = \$1,67$$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии В составляет: $(2.000.000) \times (\$2,00 / \$1,67) = 2.400.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии В составляет 1,20:1.

Формула специального взвешенного среднего (NARROW-BASED WEIGHTED AVERAGE FORMULA)

Формула специального взвешенного среднего включает в понятие «Количество обращающихся обыкновенных акций» только обыкновенные акции, которые могут быть

выпущены после конвертации привилегированных акций определённых серий в обыкновенные. Этот вариант распространён значительно меньше.

Формула специального взвешенного среднего может быть описана следующим образом:

Количество обращающихся обыкновенных акций = только то количество привилегированных акций определенных серий, которое подлежит корректировке.

Другая версия формулы специального взвешенного среднего включает в себя обыкновенные акции, которые могут быть выпущены после конвертации всех обращающихся привилегированных акций в показатель «Количество обращающихся обыкновенных акций».

Включение дополнительных акций в формулу универсального взвешенного среднего сокращает значение корректировки против разводнения, предоставляемой владельцам привилегированных акций, по сравнению с формулой специального взвешенного среднего.

Формула специального взвешенного среднего предусматривает выпуск большего количества дополнительных обыкновенных акций в пользу владельцев привилегированных акций после конвертации, нежели формула универсального взвешенного среднего.

Уровень различий зависит от размера и относительных цен при финансировании с разводнением, а также от количества находящихся в обращении привилегированных и обыкновенных акций.

Если взять за основу тот же пример, формула специального взвешенного среднего будет работать следующим образом:

(Количество обращающихся обыкновенных акций = Количество обыкновенных акций, которое может быть выпущено после конвертации привилегированных акций в обыкновенные)

Корректировка для акций серии А

Цена конвертации акций серии А будет скорректирована следующим образом:

Цена конвертации акций серии А = 1,00 доллар США умножить на

$$\frac{A + B}{A + C} = \frac{2.500.000 + 1.000.000}{2.500.000 + 2.000.000} = \$0,77$$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии А, составляет $(2.500.000) \times (\$1,00/\$0,77) = 3.214.285$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии А составляет 1,29:1.

Корректировка для акций серии В

Цена конвертации акций серии В будет скорректирована следующим образом:

Цена конвертации акций серии В = 2,00 доллара США умножить на

$$\frac{A + B}{A + C} = \frac{2.000.000 + 500.000}{2.000.000 + 2.000.000} = \$1,25$$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии В, составляет $(2.000.000) \times (\$2,00/\$1,25) = 3.200.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии В составляет 1,6:1.

Защита от разводнения «Методом полного храповика» (FULL RATCHET ANTI-

DILUTION PROTECTION)

Метод «полного храповика» как защита от разводнения намного проще, чем метод

«взвешенного среднего», и при финансировании с разводнением он воздействует на

компанию значительно более жестко.

По формуле «полного храповика» цена конвертации привилегированных акций,

находящихся в обращении до такого финансирования, уменьшается до уровня цены, равной цене за акцию, уплаченной при финансировании с разводнением.

Например, если обращающиеся привилегированные акции были ранее проданы по цене 1,00 доллар США за акцию, а новые привилегированные акции, выпущенные в ходе разводнения, проданы по цене 0,50 доллара США за акцию, действующая цена на ранее обращавшиеся привилегированные акции будет уменьшена до 0,50 доллара США за акцию, что приведет к тому, что каждая такая привилегированная акция, которая ранее могла быть конвертирована в одну обыкновенную акцию, теперь сможет быть конвертирована в две обыкновенные акции.

По формуле «полного храповика» получается одинаковый результат в случае, если компания

получает 100 000 долл. США по цене 0,50 за акцию или 10 000 000 долл. США по цене 0,50 за

акцию. В формуле «взвешенного среднего», напротив, денежная сумма, полученная при разводнении, является важным фактором при определении новой цены конвертации.

Ниже приводится пример действия защиты от разводнения по методу «полного храповика».

Предположим, что капитализация компании до финансирования выглядела следующим образом (так же, как в примере для защиты от разводнения методом «взвешенного среднего»):

1 500 000 обыкновенных акций

2 500 000 привилегированных акций серии А (выпущенных по цене 1 доллар США за акцию)

2 000 000 привилегированных акций серии В (выпущенных по цене 2 доллара США за акцию)

1 000 000 опционов

7 000 000 итого

Предположим также наличие финансирования с разводнением при выпуске 2 000 000 привилегированных серии С по цене 0,50 доллара США за акцию с совокупной валовой прибылью 1 000 000 долл. США.

Корректировка для акций серии А

Цена конвертации акций серии А становится 0,50 доллара США.

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации привилегированных акций серии А, составляет $(2.500.000) * (\$1,00/\$0,50) = 5.000.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии А составляет 2:1.

Корректировка для акций серии В

Цена конвертации акций серии В становится 0,50 доллара США. Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации привилегированных акций серии В, составляет $(2.000.000) * (\$2,00/\$0,50) = 8.000.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии В составляет 4:1.

Структурная защита от разводнения (STRUCTURAL ANTI-DILUTION PROTECTION)

Кроме того, инвесторы, владеющие привилегированными акциями, всегда получают структурную защиту от разводнения. Она представляет собой корректировку цены конвертации их привилегированных акций в обыкновенные после любых разделений или объединений обыкновенных акций, выплаты дивидендов по акциям и других распределений прибыли, реорганизаций, перераспределений и тому подобных событий, затрагивающих обыкновенные акции.

Например, прикреплению акций инвестор предполагает наличие положения о том, что вследствие разделения обыкновенных акций путем их дробления на большее количество обыкновенных акций цена конвертации привилегированных акций каждой серии, действующая на тот момент времени, уменьшится пропорционально со вступлением в силу на момент такого разделения.

Такой метод защиты от разводнения гарантирует инвестору – владельцу привилегированных акций положение, равноценное положению владельца обыкновенных акций без необходимости фактически конвертировать привилегированные акции в обыкновенные и терять привилегии, причитающиеся по привилегированным акциям, принадлежащим такому инвестору.

Защита от разводнения на основании достижения промежуточных целей (MILESTONE BASED ANTI-DILUTION PROTECTION)

Время от времени соглашения о венчурном финансировании предусматривают положения, которые привязывают расчеты по защите от разводнения к согласованным промежуточным целям (например, доход, разработка продукции или другие операционные цели).

Согласно такому виду защиты от разводнения корректировка цены конвертации вступает в силу в том случае, если компания не достигает определенных целей. Обычно данный вид защиты от разводнения используется как попытка связать разницы в оценках между компанией и ее инвесторами – венчурными капиталистами.

Абсолютная защита от разводнения (PERCENTAGE GUARANTEE ANTI-DILUTION PROTECTION)

Когда компания проходит новый раунд финансирования (по той же или более высокой стоимости, чем предшествующий раунд), несмотря на то, что инвестор может испытывать разводнение в том смысле, что ему может принадлежать меньший процент долей собственности в компании по итогам любого нового выпуска акций, стоимость части компании, принадлежащей такому инвестору, теоретически должна вырасти в результате

увеличения общей стоимости компании на том основании, что новый инвестор заплатил более высокую цену за акции.

Иногда инвесторы (или руководство) требуют абсолютную защиту от разводнения, которая действует относительно любого разводнения в результате последующей продажи акций и гарантирует по сути определенный процент долей собственности в компании на протяжении указанного периода времени либо до наступления определенного события, например, первичного открытого размещения акций. Однако такие положения могут негативно повлиять на способность компании получать финансирование и применяются крайне редко.

Исключения

Существует набор стандартных исключений из положений о защите от разводнения. Эти исключения предусматривают выпуски акций, основная цель которых состоит не в получении средств, а также выпуски акций в порядке конвертации либо реализации находящихся в обращении ценных бумаг.

Типичный перечень исключений из положений о защите от разводнения включает в себя следующие:

- (i) акции, выпущенные после конвертации привилегированных акций;
- (ii) акции или опционы, варранты или другие права, выпущенные в пользу работников, консультантов или директоров в соответствии с планами, соглашениями или подобными документами;
- (iii) акции, выпущенные после использования опционов, варрантов или конвертируемых ценных бумаг, существующих на момент заключения сделки финансирования;
- (iv) акции, выпущенные в качестве дивидендов или распределений прибыли по привилегированным акциям, либо акции, в отношении которых согласно свидетельству о создании компании применяется корректировка на другом основании (например, дробление акций);
- (v) акции, выпущенные в связи с открытой подпиской;
- (vi) акции, выпущенные или подлежащие выпуску согласно договору о приобретении другой корпорации или договору о создании совместного предприятия, одобренному советом директоров;
- (vii) акции, выпущенные или подлежащие выпуску в пользу банков, арендодателей оборудования или других финансовых организаций согласно долговому финансированию или коммерческим сделкам, одобренным советом директоров;
- (viii) акции, выпущенные или подлежащие выпуску в связи с любым мировым соглашением, одобренным советом директоров;
- (ix) акции, выпущенные или подлежащие выпуску в связи со спонсируемыми соглашениями о научных исследованиях, сотрудничестве, технологических лицензиях, разработках, производстве оригинального оборудования, маркетинге или

другими подобными соглашениями или стратегическими партнерствами, одобренными советом директоров;

(x) акции, выпущенные в пользу поставщиков товаров или услуг в связи с поставкой товаров или оказанием услуг по сделкам, одобренным советом директоров;

(xi) акции, которые иным образом исключены на основании согласия владельцев определённого процента привилегированных акций. Компания и инвесторы обсуждают объем таких исключений и потенциальное количество акций по каждому отдельному исключению.

Для применения определенных исключений инвесторы могут потребовать единогласного одобрения выпуска акций советом директоров либо одобрения директорами, назначенными инвесторами.

Положения о защите от разводнения – это не просто теоретические понятия. Финансирования с понижением, которые обычно приводят в действие положения о защите от разводнения, довольно распространены – особенно при плохом экономическом климате. В течение последних 5 лет финансирования с понижением составляли приблизительно 23% от всех сделок финансирования.

Соглашение о неотчуждении акций (LOCK-UP)

Для инвесторов характерно согласовывать стандартное соглашение о неотчуждении акций (иногда формулируется как «запрет на отчуждение»), в котором инвесторы соглашаются не продавать ценные бумаги компании в течение определенного периода времени после открытого размещения. Андеррайтеры по IPO компании обычно требуют, чтобы акционеры компании подчинялись условиям соглашения о неотчуждении акций в качестве условия размещения. Это помогает обеспечить надлежащее обращение на рынке акций компании после размещения.

Поскольку возможные противоречия, возникающие в момент размещения, могут представлять собой задержку или угрозу для размещения, для компании оптимальным является заключить такие соглашения о неотчуждении акций в момент выпуска каждого вида ценных бумаг, не дожидаясь IPO. Обычный срок запрета на отчуждение – 180 дней.

Ограничение запрета рамками IPO является типичным. До того, как согласовать запрет, инвесторы, как правило, хотят получить гарантии того, что инсайдеры и другие значительные акционеры (как правило, те, которым принадлежит не менее 1% акций) также будут подчиняться запрету на отчуждение. Инвесторы не захотят быть объектом запрета на свободную продажу акций на рынке в условиях, когда остальным акционерам это позволено.

Права на управление и информационные права

Информационные права требуют от компании предоставлять инвесторам финансовые отчеты и другую информацию о компании. Это положение обретает наибольшую важность, когда у инвесторов нет представителей в совете директоров компании. Большинство информационных

прав также предусматривают возможность посещать объекты компании, проверять книги и записи учета компании, обсуждать вопросы с должностными лицами компании.

В положении о предоставлении информационных прав необходимо рассмотреть вопрос о количестве акций, владельцем которого должен являться инвестор для получения информационных прав. Понятие «крупный инвестор» часто используется для ограничения инвесторов, которые получают преимущественные права, права первого отказа и совместной продажи (эти понятия будут рассмотрены ниже). Количество акций, как правило, устанавливается на довольно низком уровне (обычно от 5% и выше). Этого количества достаточно, чтобы обеспечить получение информационных прав даже самым маленьким венчурным фондам (или значительным бизнес-ангелам) в синдикате, и одновременно избежать предоставления прав многочисленным мелким инвесторам (из-за существенных административных трудностей).

Информационные права обычно заканчиваются после IPO, поскольку инвесторы получают доступ к открыто публикуемым отчетам компании, соответственно, более не нуждаются в информационных правах.

Положение об информационных правах также содержит в себе положения, которые обеспечивают сохранение инвесторами информации в тайне. Это важно, поскольку сохранение собственной информации компании в тайне входит в должностные обязанности директоров, однако если инвесторы не брали на себя договорных обязательств о сохранении конфиденциальной информации в тайне, у них подобных обязательств по закону нет.

с. Проведение формальной экспертизы (Due-Diligence).

Термин «due-diligence» (прединвестиционная экспертиза) - означает систему мероприятий, направленных на всестороннюю проверку законности и коммерческой привлекательности планируемой сделки, инвестиционного проекта.

Как правило данный термин используется тогда, когда речь идет о сделках с активами, а также слияниях или поглощениях компаний (M&A).. Толкование его значения как «тщательного изучения» базируется на практических действиях, которых профессионалы обычно ожидают друг от друга при подготовке к сделке, включающей финансирование или приобретение пакетов ценных бумаг (либо обмен ими).

При проведении процедуры прединвестиционного анализа (due-diligence) должны исследоваться аспекты, которые условно могут быть разделены на:

- те, которые определяют успех бизнеса,
- и те, которые могут угрожать претензиям инвестора на получение доли доходов в случае успеха компании.

Многие специалисты по разному подходят к due diligence, поэтому сложно унифицировать границы такого анализа. р разные. Действительно, даже рассмотрение полученной фондом презентации компании или заявки на инвестиции можно считать началом тщательного изучения. В данном случае в качестве due diligence будет выступать процесс изучения компании на стадии, когда она уже предварительно отобрана фондом для инвестирования, подписан term sheet и требуется привлечение внешних экспертов для подготовки документа для принятия решения Инвестиционным комитетом.

Процедура due diligence всегда состоит из двух этапов:

- изучение компании с точки зрения привлекательности для инвестирования,
- изучение юридической безупречности компании и инвестиций с точки зрения возможных проблем в будущем

На первом этапе предполагается изучение:

- истории компании и достоверности представленных ею данных,
- перспектив реализации планов компании и их реальности.

Как правило, для проведения процедуры тщательного изучения нанимаются внешние эксперты в лице одной из ведущих консалтинговых компаний, отбираемой на конкурсной основе, которая сможет выполнить:

- правовую экспертизу (легальность бизнеса с точки зрения легальности самой компании и ее деятельности в прошлом, настоящем и будущем),
- налоговую экспертизу (начисление и выплата компанией налогов с точки зрения полноты в прошлом, настоящем и будущем)
- финансовую экспертизу отчетов и планов компании, в т.ч. маркетинговый due-diligence – независимый взгляд на рынок и бизнес-модель.

Существенное значение имеет инструктаж привлекаемых внешних экспертов. В задании на проведение due diligence важно четко сформулировать и указать каждому из экспертов его особую задачу и область действий, так же как и график, требуемую глубину анализа, сферу компетенции и степень ответственности, ожидаемую от каждого эксперта. Организация этого вопроса поможет избежать проблем в связи с тем, что управляющая компания будет иметь либо слишком много, либо слишком мало советов от экспертов. Для дальнейших ссылок на результаты отчета и для возможного включения сделки в тот или иной консорциум по соинвестированию инструктаж и отчетность по работе экспертов должны быть детализованы и зафиксированы в письменной форме. Устные отчеты также могут быть важны, так как некоторые достаточно значимые моменты консультанты могут отметить только устно, не включая в экспертную оценку в письменной форме.

При проведении прединвестиционного анализа нужно понимать, что финансовая экспертиза по глубине не равна аудиту и должна лишь подтвердить правдоподобность отчетных и прогнозных данных, представленных компаний

Второй этап процедуры due diligence обычно реализуется только в случае принятия инвестиционной стороной (для фондов с коллективным участием это -Инвестиционным Комитетом)положительного решения об инвестировании и появления обязательства фонда (commitment). Осуществление данного этапа является обязательным условием для перечисления денег фонда в компанию.

Существует множество примеров из практики, когда уже сделанная инвестиция подвергалась сомнению или оспаривалась с точки зрения условий. При этом речь идет о том, что на ранних этапах существования в любой компании возможны ошибки и недочеты в оформлении корпоративных документов (прежде всего решений управляющих органов) и должной регистрации в органах надзора определенных корпоративных действий (прежде всего, решений об эмиссии акций или долей, проспектов их эмиссии и отчетов о размещении).

В качестве такого примера выступает компания Чистая вода (Clear Water) – одна из первых на российском рынке, организовавшая доставку больших бутылей для кулеров в офисы в середине 1990-х годов. При продаже компании стратегическому инвестору в середине первого десятилетия 2000-х юристы (в лице одной из ведущих юридических компаний мира) недоглядели, что собственником компании (гражданином США) не были урегулированы отношения с бывшей супругой, которая, уже после закрытия сделки смогла поставить ее под сомнение. В результате, стратегическому инвестору пришлось платить ей большую компенсацию.

Важно понимать, что, как правило, при заинтересованности учредителей и акционеров компании и готовности фонда подождать, все существующие недоработки можно исправить и должным образом оформить в соответствующих регистрирующих органах и органах надзора. При этом, надо также понимать и то, что на это могут потребоваться значительные усилия и время.

d. Подписание юридических документов о сделке (акционерных соглашений).

Полный комплект договоров для венчурной инвестиции как правило состоит из следующих договоров:

Соглашение об осуществлении прав (Shareholder's agreement) представляет собой соглашение акционеров, в котором могут быть предусмотрены обязанности голосовать определенным образом на общем собрании, согласовывать вариант голосования с другими акционерами (участниками), приобретать или отчуждать акции (доли) по заранее определенной цене и (или) при наступлении определенных обстоятельств, воздерживаться от отчуждения акций (долей) до наступления определенных обстоятельств, осуществлять согласованно иные действия, связанные с управлением компанией, с деятельностью, реорганизацией и ликвидацией компании.

Соглашение о покупке акций (Stock Purchase Agreement) содержит подробную информацию об инвестиционном цикле, включая количество и классы акций, приобретаемых инвесторами, условия оплаты и гарантии компании в отношении ее текущего состояния. Эти гарантии обычно оформляются в виде отдельного документа, содержащего все данные, которые, по мнению учредителей компании, должны быть известны инвесторам до принятия решения об инвестировании.

Соглашение о правах инвесторов (Investors' Rights Agreement) содержит различные положения, обеспечивающие защиту инвесторов, включая их права в отношении регистрации акций, участия в управлении компанией, получения информации, а также пропорционального участия в дальнейших инвестиционных циклах.

В *Соглашении о голосовании (Voting Agreement)* подробно описываются права инвесторов в отношении назначения членов совета директоров.

Соглашение о преимущественном праве покупки акций и право принуждения к совместной продаже (Right of First Refusal/Co-Sale Agreement) включает в себя подробное описание прав инвесторов в отношении преимущественного права покупки акций и принуждения к совместной продаже акций.

Устав компании (Company's Charter) учредительный документ компании, регулирующий вопросы управления компанией, включая компетенцию органов управления, кворум для принятия решений, права держателей различных классов акций, выпущенных компанией (участников), включая право голоса, права на получение дивидендов, права на ознакомление с отчетностью и т.д.

е. Формирование совета директоров.

Инвесторы, как правило, требуют права назначать своего представителя в совет директоров компании. Эту просьбу можно удовлетворить путем предоставления владельцам акций соответствующего класса прав голоса при избрании директоров в уставе компании или заключением соглашения о голосовании, в котором крупные акционеры соглашаются на определенное распределение мест в совете директоров.

Инвесторы обычно предпочитают соглашениям о голосовании специальные права голоса для владельцев акций соответствующего класса (хотя иногда они пользуются обоими), поскольку права голоса для владельцев акций соответствующего класса являются более надежными, чем договорные обязательства по голосованию.

Для компаний, находящихся на ранних этапах развития, характерен совет директоров, в состав которого входит три или пять членов (нечетное количество помогает избежать тупиковых ситуаций при голосовании). Такой состав позволяет адекватно представить в совете интересы учредителей и внешних инвесторов без административных обременений, характерных для совета директоров с большим количеством членов.

Например, если у компании один ведущий инвестор, стороны могут согласовать состав совета директоров, состоящий из трех членов, из которых один назначается инвестором – владельцем акций серии А, другой – владельцами обыкновенных акций (как правило, это генеральный директор или учредитель) и третий выступает как независимое лицо, избранное совместно инвестором и владельцами обыкновенных акций.

При двух ведущих инвесторах, как правило, совет директоров состоит из пяти членов: двое назначаются инвестором – владельцем акций серии А, двое – владельцами обыкновенных акций (как правило, в это число входит генеральный директор), и еще один – независимый директор.

Обычно компания оговаривает, что право инвесторов назначать директоров истекает, как только количество привилегированных акций снижается ниже определенного минимума (как правило, это 10-25% от количества привилегированных акций, выпущенных при финансировании).

4. Основные сведения о юридических аспектах постинвестиционного периода.

В большинстве случаев инвесторы не являются пассивными акционерами, а некоторые настолько активны, что имеют специальный штат консультантов. Надо помнить, что одной из важнейших задач любого инвестора является добавление стоимости к осуществленной инвестиции.

Как правило, компании, находящиеся на ранних этапах развития не в состоянии выплачивать дивиденды. В большинстве случаев, таким компаниям следует вкладывать всю прибыль в развитие компании, вместо того, чтобы выплачивать дивиденды своим акционерам. В некоторых юрисдикциях даже существует запрет на выплату любых дивидендов в случае, если компания имеет низкие показатели по бухгалтерским балансам. Инвесторы, в свою очередь, тоже не стремятся к получению дивидендов, поскольку дивиденды, как правило, не дают венчурной доходности.

На ранних этапах венчурных инвестиций успехом считается не доходность в размере 10%, а десятикратный рост. Самым распространенным подходом к дивидендам является выплата необязательных некумулятивных дивидендов, что означает, что дивиденды будут выплачиваться только в том случае, если они будут объявлены советом директоров, и только в том объеме, в котором они будут объявлены советом директоров. Тем не менее, в некоторых случаях инвесторы захотят предусмотреть право выплаты кумулятивных дивидендов.

Функция кумулятивных дивидендов в целом похожа на процентную ставку по кредиту: они представляют собой процент от начальной цены инвестиций в привилегированные акции (как правило, в пределах 6-10%), начисляются на ежеквартальной или другой регулярной основе до момента, когда в силу вступает ликвидационная привилегия. Как правило, таким моментом является выход из инвестиции – например, продажа компании или IPO. Такая возможность выгодна инвесторам, поскольку дивиденды подлежат выплате сверх всех остальных необходимых выплат по ликвидационной привилегии. Кумулятивные дивиденды встречаются редко, особенно в сделках, касающихся предприятий Кремниевой долины. Однако стоит заметить, что некоторые венчурные фонды Восточного побережья США предпочитают включать соответствующее положение в свои соглашения.

После конвертации привилегированных акций кумулятивные дивиденды могут быть конвертированы в дополнительные обыкновенные акции, что увеличит долю собственности инвесторов в компании по сравнению с их изначальными инвестициями.

Кумулятивные дивиденды также обычно выплачиваются при оплате любых ликвидационных привилегий и при любом выкупе. Компаниям стоит знать, что накапливающиеся дивиденды представляют собой пассивы, которые обычно отражены в бухгалтерском балансе компании, что может ухудшить способность компании к получению заемных средств. Для обеспечения некоторой гибкости в случае если кумулятивные дивиденды создают помеху возможной сделке, сторонам следует согласовать некий вариант, при котором совет директоров или владельцы привилегированных акций могут отказаться от кумулятивных дивидендов.

Ликвидационная привилегия

Ликвидационная привилегия представляет собой право, которое почти всегда требуют инвесторы в качестве признания того риска, который они берут на себя в связи со своими капитальными инвестициями. Существует много различных вариантов, но в целом ликвидационная привилегия обычно предусматривает, что в случае ликвидации компании или в случае, если с компанией происходит событие, приравненное к ликвидации, инвесторы получают определенную сумму прибыли вперед любых других акционеров.

Для целей венчурного финансирования понятие «ликвидация» не ограничивается традиционными ликвидационными событиями, такими как банкротство или собственно ликвидация. В венчурном финансировании ликвидация фактически привязана к «ликвидационному событию», когда акционеры получают прибыль на свои акции в компании, и включает в себя слияния, приобретения или смену контроля над компанией («приравненные к ликвидации события»). Стандартная формулировка выглядит следующим образом:

Сделка слияния, приобретения, продажи контрольного количества прав голоса или продажи всех или практически всех активов Компании, при которой акционеры Компании не владеют большинством обращающихся акций выжившей корпорации, считается ликвидацией.

В большинстве сценариев IPO привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции в ходе IPO, исключая таким образом ликвидационную привилегию и права участников. Соответственно, IPO обычно не рассматривается как «ликвидация».

Самый распространенный вариант ликвидационной привилегии в венчурном финансировании состоит в предоставлении привилегии в размере покупной цены. Это дает инвесторам определенную уверенность в том, что они получат назад свои вложения до того, как средства будут распределены между владельцами обыкновенных акций. Это также помогает разумно скоординировать интересы инвесторов с интересами учредителей, руководства и других владельцев обыкновенных акций, поскольку требует от инвесторов – владельцев привилегированных акций конвертировать их акции в обыкновенные акции для получения прибыли, превышающей размер их изначальных инвестиций (в зависимости от объема любых прав на участие в распределении остальной прибыли – см. рассмотрение этого вопроса ниже).

В 2005-2009 гг. процентные показатели первоочередных ликвидационных привилегий по финансированию выглядели следующим образом:

| Q4'09 | Q3'09 | Q2'09 | Q1'09 | 2008 | 2007 | 2006 | 2005 |
|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| 41% | 49% | 41% | 45% | 45% | 50% | 46% | 55% |

Процентные соотношения первоочередных ликвидационных привилегий по сериям акций выглядели следующим образом (из совокупной выборки сделок):

| Серия акций | Q4'09 | Q3'09 | Q2'09 | Q1'09 | Q4'08 | Q3'08 | Q2'08 | Q1'08 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| B | 24% | 38% | 17% | 35% | 30% | 35% | 21% | 38% |
| C | 50% | 40% | 52% | 38% | 35% | 48% | 32% | 46% |
| D | 58% | 63% | 50% | 56% | 61% | 59% | 62% | 36% |
| E и выше | 37% | 67% | 53% | 55% | 50% | 38% | 50% | 70% |

Источник: «Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West»; «Тенденции финансирования частных компаний WSGR», 2005-2010 гг.)

Множественные привилегии (Multiple Preferences)

В более редких случаях, когда есть существенные риски, связанные с инвестициями, или исключительно неблагоприятный экономический климат, инвесторы могут потребовать, чтобы привилегия представляла собой производное от покупной цены на привилегированные акции (обычно это выражается как 2-кратная, 3-кратная и т.д. цена за привилегированные акции). После кризиса интернет-компаний в 2001 году, инвесторы порой увеличивали это число до 10 раз. Вследствие экономического кризиса за последние два года количество случаев финансирования с множественными ликвидационными привилегиями увеличилось, однако, как видно из приведенных ниже таблиц, множественные привилегии остаются достаточной редкостью, а кратность практически никогда не превышает 3 раз.

В 2008-2009 гг. процентные показатели множественных первоочередных ликвидационных привилегий по финансированию выглядели следующим образом:

| Q4'09 | Q3'09 | Q2'09 | Q1'09 | Q4'08 | Q3'08 | Q2'08 | Q1'08 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 19% | 21% | 24% | 28% | 23% | 16% | 11% | 17% |

Варианты кратности при множественных первоочередных ликвидационных привилегиях выглядели следующим образом:

| Кратность | Q4' 09 | Q3' 09 | Q2' 09 | Q1' 09 | Q4' 08 | Q3' 08 | Q2' 08 | Q1' 08 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| >1x-2x | 57% | 89% | 75% | 80% | 70% | 50% | 75% | 100% |
| >2x-3x | 43% | 11% | 25% | 10% | 20% | 50% | 25% | 0% |
| >3x | 0% | 0% | 0% | 10% | 10% | 0% | 0% | 0% |

Источник: «Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West», 2/2010

Права участия (Participation)

Другой вопрос заключается в том, вправе ли владельцы привилегированных акций принимать участие в распределениях прибыли после выплаты ликвидационной привилегии (participation). При «не участвующих» (non-participating) привилегированных акциях владельцы привилегированных акций вправе получить лишь сумму, соответствующую количеству их привилегированных акций (обычно это сумма, уплачиваемая за акции) плюс любые начисленные и невыплаченные дивиденды после продажи или ликвидации компании. Любая оставшаяся прибыль распределяется исключительно владельцам обыкновенных акций. В случае если после продажи или ликвидации компании владельцы обыкновенных акций получают по каждой акции больше, нежели владельцы привилегированных акций (типично для продажи компании по высокой цене), владельцы привилегированных акций могут конвертировать свои акции в обыкновенные акции и обменять свою привилегию на право полноценного участия во всех прибылях в результате ликвидации на пропорциональной основе. Учредители и остальные владельцы обыкновенных акций обычно предпочитают не участвующие привилегированные акции, поскольку это предусматривает, что для получения прибыли на свои инвестиции, превышающей оговоренную сумму ликвидационной привилегии, владельцы привилегированных акций обязаны конвертировать свои акции и уравниваться в правах с владельцами обыкновенных акций.

В случае «участвующих» (participating) привилегированных акций их владельцы вправе при наступлении события, приравненного к ликвидации, первыми получить сумму своей ликвидационной привилегии (плюс начисленные и невыплаченные дивиденды), после чего любая оставшаяся прибыль распределяется среди владельцев обыкновенных акций и привилегированных акций по состоянию на момент конвертации. Участвующие привилегированные акции предоставляют инвесторам существенное преимущество за счёт учредителей, чьи права на любые суммы, остающиеся после уплаты ликвидационной привилегии, урезаются в результате участия инвестора в распределении оставшихся сумм. Право на участие может быть более оправданным при определенных рисках инвестирования, а также на поздних этапах инвестирования в тех случаях, когда возможность продажи в скором времени после вложения капитала может оправдать премии.

Наиболее распространенным является подход, при котором привилегированные акции участвуют в распределении прибыли после выплаты ликвидационной привилегии. В редких

случаях ликвидационная привилегия может быть структурирована таким образом, чтобы предусматривать выплату некоторых сумм владельцам обыкновенных акций до того, как в распределении прибыли примут участие инвесторы. Такая схема может послужить увеличению ожидаемого дохода владельцев обыкновенных акций, что может быть важно в тех случаях, когда существует вероятность, что иначе ликвидационная привилегия и права участия владельцев привилегированных акций сведут доход владельцев обыкновенных акций к минимуму.

Право участия, подчиняющееся ограничению (Participation with a cap)

Не менее важный вопрос – ограничение на права участия. В тех случаях, когда предусматриваются права участия, стороны часто согласуют определенные ограничения на участие, которые могут варьироваться от 1,5 до 4 начальных покупных цен за привилегированные акции. Вся прибыль сверх ограниченной суммы, распределяется исключительно среди владельцев обыкновенных акций. Это позволяет владельцам привилегированных акций получить доход на свои инвестиции без обязательной конвертации их акций в обыкновенные, однако оставляет возможность конвертации в том случае, когда продажа или ликвидация происходит по высокой цене. Ограниченное участие может использоваться, например, с целью предоставить мезонинному инвестору некоторую гарантию получения им дохода на свои инвестиции, если компания будет продана в скором времени после вложения средств. Примечательно, что механизм ограниченного участия имеет тенденцию утрачивать ценность с течением времени: доход, в два раза превышающий вложение, спустя пять лет имеет меньшую ценность, чем такой же доход, но спустя один год.

Примеры

Для того, чтобы продемонстрировать, как работают разные виды ликвидационных привилегий, возьмем простой пример: компания, которая продает 5 миллионов Привилегированных акций серии А, что составляет 1/3 от ее находящегося в обращении Уставного капитала после финансирования, фирме венчурного капитала за 5 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию). Для простоты предположим, что оставшиеся 2/3 Уставного капитала компании (10 миллионов акций) составляют обыкновенные акции и что нереализованные опционы или варранты отсутствуют. В случае если впоследствии компания будет продана за 20 млн. долл. США, распределения будут существенно различаться в зависимости от структуры ликвидационной привилегии:

- *Участвующие привилегированные акции (participating preferred):*

Первые 5 млн. долл. США распределяются среди владельцев привилегированных акций, остальные 15 млн. долл. США распределяются в следующей пропорции: 1/3 (5 млн. долл. США) – владельцам привилегированных акций, и 2/3 (10 млн. долл. США) – владельцам обыкновенных акций.

Таким образом, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию).

– *Не участвующие привилегированные акции (non-participating preferred):*

Первые 5 млн. долл. США распределяются среди владельцев привилегированных акций, остальные 15 млн. долл. США распределяются среди владельцев обыкновенных акций.

Таким образом, если владельцы привилегированных акций примут решение не конвертировать свои акции в обыкновенные, владельцы привилегированных акций в совокупности получат 5 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получат 15 млн. долл. США (по 1,50 доллара США за акцию).

Однако владельцам привилегированных акций выгоднее конвертировать свои акции в обыкновенные, поскольку в случае конвертации, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 6,67 млн. долл. США (по 1,33 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 13,33 млн. долл. США (по 1,33 доллара США за акцию).

– *Участвующие привилегированные акции с ограничением дохода не более чем в 2 раза (participating preferred with a 2x cap):*

Первые 5 млн. долл. США распределяются среди владельцев привилегированных акций, остальные 15 млн. долл. США распределяются в следующей пропорции: 1/3 (5 млн. долл. США) – владельцам привилегированных акций, и 2/3 (10 млн. долл. США) – владельцам обыкновенных акций.

Таким образом, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию).

Однако если покупная цена компании возрастет свыше 20 млн. долл. США, владельцам привилегированных акций более не будут распределяться никакие доходы. Если компания будет продана за 25 млн. долл. США, прибыль владельцев привилегированных акций все равно будет в совокупности ограничена 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получат остальные 15 млн. долл. США (по 1,50 доллара США за акцию).

Если компания будет продана за 30 млн. долл. США, прибыль владельцев привилегированных акций также будет ограничена 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получат остальные 20 млн. долл. США (также по 2,00 доллара США за акцию).

При цене свыше 30 млн. долл. США, владельцам привилегированных акций выгоднее конвертировать их акции в обыкновенные, чтобы получить ту же цену за акцию.

Исключения для условно размещенных сумм (ESCROW)

В тех случаях, когда часть вознаграждения, полученного в результате слияния или продажи компании, размещается на условном хранении у третьего лица с целью обеспечить обязательства компании перед приобретателем по возмещению ущерба, акционерам необходимо рассмотреть вопрос, каким образом будут распределяться между ними вычеты из общей суммы, отведенные на финансирование условно размещенной суммы.

В настоящее время этот вопрос обычно не предусматривается уставом компании, и стороны разрабатывают соответствующую схему непосредственно во время сделки слияния и приобретения. Тем не менее, смысл такого положения в том, чтобы заставить стороны по меньшей мере уделить некоторое внимание этому вопросу на этапе начального инвестирования.

Самый распространенный в настоящее время подход – просто распределить условно размещенную сумму приобретения среди всех акционеров на пропорциональной основе. Можно поступить иначе: распределить условно размещенную сумму таким образом, чтобы обеспечить владельцем Привилегированных акций получение их ликвидационной привилегии в любом случае, даже если условно размещенная сумма будет изъята полностью или частично.

Права наблюдателя (OBSERVER RIGHTS)

Иногда венчурные фонды желают в качестве условия сделки включить в состав совета директоров наблюдателя – либо вместо официального члена совета, либо в дополнение к нему. Это типичная практика, которая обычно целесообразна для предпринимателя, поскольку партнеры венчурных фондов обычно назначают отдельного аналита для наблюдения за портфельной компанией.

Факультативная конвертация (OPTIONAL CONVERSION)

Привилегированные акции, выпущенные в ходе венчурного финансирования, обычно подлежат конвертации в обыкновенные по усмотрению их владельца (optional conversion). Это позволяет владельцу привилегированных акций конвертировать их в обыкновенные в том случае, если в момент ликвидации он понимает, что ему выгоднее получить выплаты по обыкновенным акциям на пропорциональной основе, нежели получить ликвидационную привилегию и сумму, которая будет выделена участвующим в распределении прибыли владельцам привилегированных акций.

В большинстве случаев венчурного финансирования привилегированные акции конвертируются в обыкновенные один к одному. Такой коэффициент конвертации корректируется для отражения любой реорганизации структуры капитала компании и обычно может корректироваться таким образом, чтобы обеспечить защиту от разводнения (см. далее).

В редких случаях коэффициент конвертации корректируется (по сравнению с 1:1) вместо выплаты кумулятивных дивидендов или других гарантированных минимальных доходов.

Конвертация как правило откладывается до момента выхода из инвестиций таким образом, чтобы инвесторы могли избежать утраты прав, предусмотренных по привилегированным классам акций.

Автоматическая конвертация (AUTOMATIC CONVERSION)

При осуществлении открытого размещения акций (IPO) компанией, инвестиционные банки обычно требуют, чтобы в ходе IPO все акционеры конвертировали свои привилегированные акции в обыкновенные (для компании крайне не характерно выходить на первичное открытое размещение с несколькими классами акций). Поэтому компания и инвесторы почти всегда договариваются о автоматической конвертации привилегированных акций в обычные акции).

Важно рассмотреть вопросы границ автоматической конвертации. Учредитель будет стремиться снизить их для обеспечения наибольшей гибкости, в то время как инвесторы будут стремиться их повысить для обеспечения наибольшего контроля относительно сроков и условий IPO.

Для автоматической конвертации привилегированных акций IPO, как правило, обязано соответствовать требованиям в отношении минимальной цены размещения за акции и (или) минимальной валовой прибыли. Поскольку конвертация всех привилегированных акций в обыкновенные может выступать в качестве практического предварительного условия для открытого размещения обыкновенных акций компании, компания захочет занизить границы. Инвесторы, напротив, не захотят принудительной конвертации привилегированных акций в обыкновенные, если только им не будут предоставлены гарантии достаточной прибыли на их инвестиции; они захотят также обеспечения достаточной степени ликвидности (свободного обращения акций), которая позволит им продать их акции. Иначе акционеры – владельцы привилегированных акций рискуют оказаться в ситуации, когда их акции будут конвертированы, а они утратят все их привилегированные права, даже если компания зарегистрирует свои акции по низкой цене не на самой крупной бирже.

Требование относительно цены за акцию справляется с первой задачей, а требование относительно минимальной валовой прибыли – со второй. Цена за акцию обыкновенно устанавливается на уровне трех – пяти цен за акцию на момент инвестирования.

При финансировании посредством выпуска акций серии А обыкновенно устанавливается пятикратная цена за акцию. На более поздних этапах финансирования обыкновенно устанавливается трехкратная цена и ниже. Минимальная сумма, получаемая в ходе IPO, как правило, устанавливается на уровне 25 млн. долл. США или более.

Новому инвестору на позднем этапе финансирования следует проявлять осторожность в ходе обсуждения положения об автоматической конвертации, в особенности если новый инвестор имеет право на большие привилегии, либо приоритет по отношению к владельцам акций других серий. Новому инвестору следует обосновать риск того, что другие инвесторы могут эффективно исключить любые привилегии или приоритет путем автоматической конвертации по результатам голосования владельцев привилегированных акций в целом. Для защиты своей ликвидационной привилегии новый инвестор может захотеть затребовать более высокое пороговое значение при голосовании либо голосование по отдельным сериям акций, например 75%.

Право на регистрацию (REGISTRATION RIGHTS)

Регистрационные права (registration rights) дают инвесторам права заставить компанию зарегистрировать обыкновенные акции, подлежащие выпуску после конвертации привилегированных акций в обыкновенные, в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

«Регистрационные права» – это понятие закона США о ценных бумагах, которое не знакомо многим европейским и российским компаниям и инвесторам. Регистрационные права необходимы, поскольку в США ценные бумаги могут быть предложены к продаже только в том случае, если они были зарегистрированы Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) (за редкими исключениями).

Право на регистрацию (Registration rights) подразумевает подачу в Комиссию по ценным бумагам и биржам заявления на регистрацию, и этот процесс отнимает немало времени и средств. Вознаграждения, выплачиваемые юристам, бухгалтерам, а также другие расходы в связи с регистрацией могут с легкостью превысить миллион долл. США.

В отличие от стран Европейского Союза, где все акции компании, как правило, поступают в свободный оборот после открытого допуска к официальной торговле на фондовой бирже, компания, регистрирующая акции для обращения их на территории США, не обязана регистрировать все свои обращающиеся акции. Незарегистрированные акции могут обращаться только с учетом большого количества ограничений, что существенно образом снижает их стоимость. Соответственно, инвесторы в США или вкладывающие средства в компании, которые могут рассматривать вопрос допуска к официальной торговле на фондовых биржах США, как правило, требуют от компании заключить Соглашение о регистрационных правах. Помимо всего прочего, это дает инвесторам право требовать регистрации их акций (прав требования) и право регистрировать их акции совместно с любыми другими регистрируемыми акциями компании (регистрация «на чужой спине»), а также распределяет расходы и потенциальную ответственность, связанные с процессом регистрации.

На практике регистрационные права редко используются и мало воздействуют на компанию до IPO. Фактически в момент IPO и при последующих гарантированных открытых размещениях акций, андеррайтеры будут иметь возможность диктовать инвесторам, вправе ли они продавать свои акции, таким образом, регистрационные права в момент финансирования становятся только отправной точкой в переговорах между компанией и андеррайтерами.

Требование регистрационных прав

Требование регистрационных прав дает инвестору возможность заставить компанию зарегистрировать обыкновенные акции, чтобы инвестор мог свободно продать их третьим лицам. Фактически это заставляет компанию осуществлять IPO если она еще не является открытой акционерной компанией.

Процедура регистрации является продолжительной и дорогостоящей – в особенности, если предусматривает гарантированные открытые размещения ценных бумаг. Такие размещения требуют от руководства значительных усилий, которые отвлекают их от работы по управлению компанией, и в случае если для размещения выбран не самый подходящий момент времени, могут даже снизить рыночную цену на акции компании.

Обычно положение о требовании предоставления регистрационных прав охватывает следующие аспекты:

- Количество регистраций, которое может затребовать инвестор. Регистрации дороги, и компания, как правило, стремится свести их к одной, однако инвесторы, как правило, стремятся к двум.
- Требование регистрации не может быть выдвинуто до тех пор, пока не пройдет пять лет с момента заключения сделки финансирования. На поздних этапах финансирования (например, Серия С) срок может быть существенно меньшим, в зависимости от ожидаемой даты готовности проведения потенциального IPO. Кроме того, требование регистрационных прав обычно не может выдвигаться в течение определенного периода времени после IPO, например, в течение 180 дней.
- Кто оплачивает требование регистрации, и в пределах какой суммы. Обычно компания оплачивает расходы на регистрацию и расходы на оплату услуг одного юриста для инвесторов (и такие расходы обычно ограничиваются суммой 25 000 долл. США или меньше).
- Минимальная сумма требования регистрации в долларах США. Учитывая расходы, которые влечет за собой регистрация, компании желают видеть в момент предъявления требования регистрации некоторые минимальные пороги. Обычно это: минимальная цена за акцию для осуществления требования регистрации и минимальная сумма размещения в долларах. Обычно эти показатели колеблются от 3 до 5 покупных цен за привилегированные акции (5 – на ранних этапах финансирования, и 3 и менее – на более поздних этапах), а сумма, получаемая в ходе размещения, составляет в совокупности от 25 млн. долл. США и выше.
- Право откладывать требование регистрации. Компании обычно выговаривают себе право откладывать требуемое размещение на фиксированный срок в том случае, если компания начала подготовку к открытому размещению либо на основании рыночных или иных условий полагает, что задержка принесет больше выгоды, либо что она позволит избежать раскрытия информации о существенных изменениях в компании – таких, как переговоры о слиянии, например.
- Должна ли компания прилагать «все усилия» или «коммерчески обоснованные усилия» для осуществления регистрации. Инвесторы требуют приложения «всех усилий», что может предусматривать регистрацию вне зависимости от расходов или приложение усилий, несоизмерных получаемой выгоде. Тем не менее, некоторые обозреватели полагают, что реальной разницы между всеми этими стандартами не существует.

Регистрация «на чужой спине»

Права регистрации «на чужой спине» предоставляют инвесторам право зарегистрировать их обыкновенные акции (после конвертации привилегированных акций) в любой момент проведения компанией открытой подписки, с учетом некоторых исключений. В отличие от права требования регистрации, право регистрации на чужой спине не дает инвесторам право требовать от компании проведения открытой подписки, а лишь предоставляет им возможность присоединить свои акции к процедуре регистрации, инициированной компанией.

Обычно положение о правах регистрации «на чужой спине» охватывает следующие аспекты:

- Способность андеррайтеров урезать акции инвесторов в размещении. Как правило, положения о правах регистрации «на чужой спине» предоставляет андеррайтерам право полностью исключить инвесторов из числа продающих свои акции акционеров в ходе IPO. В последующих размещениях инвесторы обычно выговаривают себе право, при котором их доля акций может быть урезана не ниже чем до 25% или 30% от всего размещения.
- Приоритет акций инвесторов, подлежащих включению в размещение. Некоторые венчурные фонды агрессивно отстаивают приоритет любых акций, которые андеррайтеры допускают к регистрации совместно с акциями, которые регистрируются по инициативе компании. Агрессивные инвесторы, подключившиеся на более поздних стадиях, могут затребовать включить их акции в регистрацию до включения в нее любых других акций, не принадлежащих компании.
- Будут ли учредители и руководство также обладать правами регистрации «на чужой спине». Наиболее расторопные учредители будут бороться за получение прав на регистрацию «на чужой спине» по той же причине, что и венчурные фонды. При отсутствии регистрации учредителям трудно продать свои акции в большом количестве. Зарегистрированное открытое размещение, возможно, будет представлять собой один из немногих законных способов для учредителя продать большое количество акций.

Контроль

В венчурном финансировании вопрос контроля имеет первостепенное значение. И предприниматели, и инвесторы должны сконцентрироваться на решении вопроса, какой объем контроля будет у них после финансирования, как долго они смогут поддерживать такой уровень контроля и при каких обстоятельствах они смогут его применять.

Существует пять основных аспектов контроля: (1) право собственности, (2) состав совета директоров, (3) положения о защите, (4) право принуждения к совместной продаже акций, и (5) схема вестинга акций учредителей.

Право собственности. Этот базовый аспект контроля. В большинстве юрисдикций (при условии отсутствия любых договорных прав голоса) компанию контролируют собственники более чем 50% уставного капитала компании. В ходе раунда финансирования посредством выпуска привилегированных акций серии А инвесторы редко приобретают более 50% уставного капитала. Однако предприниматели должны осознавать, что если компании потребуется увеличение привлеченного капитала, велика вероятность, того, что в ходе последующих двух или более раундов финансирования им придется уступить контроль над компанией.

По статистике в ходе раунда финансирования посредством выпуска акций серии А учредители передают инвесторам в среднем приблизительно 35% капитала компании; в ходе раунда финансирования посредством выпуска акций серии В – 30%, а в ходе раунда финансирования посредством выпуска акций серии С и последующих раундов – еще 20%. Разводнение прав

собственности учредителей в компании до уровня ниже 15% после 3 или 4 раундов финансирования – довольно распространенное явление.

Совет директоров. Несмотря на то, что акционеры обладают неотъемлемым правом назначать и прекращать полномочия членов совета директоров, жесткий контроль над составом совета директоров особенно важен, поскольку почти каждое корпоративное решение предусматривает одобрение совета директоров – например, такие рутинные, но, тем не менее, важные вопросы, как предоставление опционов, утверждение годового бюджета и прогнозов, выплата компенсации руководству и контроль над исполнительным органом (директором).

Рекомендуется (особенно в начале деятельности) ограничить состав совета директоров 3-5 членами. В каждом последующем раунде инвестиций совет директоров, скорее всего, будет разрастаться. Кроме того, стоит стремиться сохранять за собой контроль над советом директоров или, по крайней мере, сохранять нейтралитет благодаря праву назначать то же количество директоров, что и новые инвесторы следующих раундов, и благодаря наличию взаимосогласованных или независимых директоров, кандидатуры которых подлежат утверждению учредителями.

Как правило, на первых этапах финансирования венчурные инвесторы не обладают большинством в совете директоров. В первом раунде финансирования венчурные инвесторы и руководство предприятия получают одинаковое количество мест в совете. Несколько мест достается независимым директорам, избираемым на основании консенсуса. Таким образом, формально на начальном этапе венчурные инвесторы не контролируют совет директоров, но играют значительную роль при выборе независимых директоров. При конфликте между венчурными инвесторами и руководством предприятия независимые директора, как правило, принимают сторону венчурных инвесторов.

Положения о защите. Положения о защите содержатся практически в каждом предварительном соглашении о венчурном финансировании. Защитные права голоса предоставляют инвесторам право одобрять конкретные действия, предпринимаемые компанией, и представляют собой право вето для инвесторов. Большинство важных корпоративных решений, таких как дальнейшие инвестиции, слияния и поглощения, изменение состава совета директоров, назначение или прекращение полномочий генерального директора, могут подпадать под действие положений о защите.

Право принуждения к совместной продаже акций. Право принуждения к совместной продаже акций дает инвесторам возможность заставить учредителей согласиться на продажу компании даже в том случае, если в результате такой продажи учредители не получают никакого вознаграждения. Если учредители не могут противостоять предоставлению инвесторам прав принуждения к совместной продаже, им стоит настоять на некоторых средствах защиты, например, в виде сроков, в которые возможен запуск положения о принуждении к совместной продаже, и минимальной компенсации, получаемой ими при продаже компании.

Схема реализации (vesting scheme) акций учредителей. Этот вопрос крайне важен как для инвесторов, так и для учредителей. Необходимо обсудить следующие вопросы: (i) когда начинается вестинг (реализация) акций, (ii) сокращаются ли ее сроки после прекращения

трудовых взаимоотношений без уважительной причины со стороны компании, и (iii) сокращаются ли его сроки (полностью или частично) после продажи/слияния компании (так называемый «одиночный спусковой механизм») или после прекращения трудовых взаимоотношений без уважительной причины в течение определенного периода времени после продажи/слияния компании (так называемый «двойной спусковой механизм»).

Раунды доинвестирования.

Вне зависимости от того, привлекаются ли инвестиции исключительно ради денег или нужны «умные деньги», необходимо понимать, какова политика инвестора в отношении дальнейшего финансирования и какими привилегиями они могут обладать при последующих раундах финансирования

Ликвидационные привилегии при последующих раундах финансирования (LIQUIDATION PRIVILEGES FOR SUBSEQUENT ROUNDS)

Ликвидационные привилегии обычно легко понять и оценить, рассматривая предварительное соглашение о финансировании серии А. Сложнее понять, каковы привилегии и кто, что и когда получает в тех случаях, когда компания становится более зрелой и продает дополнительные серии акций различным инвесторам.

Рассчитать и понять структуру взаимодействия ликвидационных привилегий между разными инвесторами – владельцами акций разных серий часто является непростой задачей с математической и структурной точек зрения. Как и со многими другими вопросами, касающимися венчурного финансирования, подход к ликвидационным привилегиям при акциях разных серий бывает разным.

Существует два основных варианта: (1) последующие инвесторы получают привилегии в порядке очередности – владельцы акций серии В получают привилегии перед владельцами акций серии А, либо (2) статус владельцев акций разных серий равнозначен (называется *принципом равных условий – pari-passu*) таким образом, что владельцы акций серии А и серии В получают равноценные права до тех пор, пока не будут выплачены ликвидационные привилегии.

Право участия в будущих раундах финансирования на пропорциональной основе (RIGHT TO PARTICIPATE PRO RATA INFUTURE ROUNDS)

Если компания выступает с какими-либо дальнейшими предложениями акций, венчурный инвестор имеет право сохранять за собой по меньшей мере свою долю собственности в Уставном капитале компании путем участия в новых предложениях в размере до суммы, пропорциональной его доли собственности, на условиях одинаковых с остальными участвующими инвесторами. Данное преимущественное право автоматически предусматривается законодательством Великобритании и большинства юрисдикций Континентальной Европы. Обычно положение о праве первого предложения (first offer) охватывает следующие аспекты:

- Крупный инвестор (major investor). Как и понятие информационных прав, понятие «крупный инвестор» часто используется для ограничения количества инвесторов, получающих преимущественные права. Количество акций, которым необходимо владеть инвестору для того, чтобы обладать такими правами, как правило, устанавливается на довольно низком уровне, чтобы обеспечить получение прав даже самым маленьким фондам венчурного капитала (или значительным бизнес-ангелам) в синдикате, и одновременно избежать предоставления прав многочисленным мелким инвесторам. Обычно пороговое значение устанавливается на уровне 5% участия в Уставном капитале.
- Исключения (carve-outs). Право первого предложения обычно не применяется к определенным выпускам ценных бумаг. В целом тот список совпадает со списком выпусков ценных бумаг, которые не приводят в действие механизм защиты от разводнения.
- Перераспределение (over-allotment). В случае если некоторые инвесторы, обладающие пропорциональными правами, не участвуют в предложении в полной мере, участвующие инвесторы могут захотеть воспользоваться правом купить акции, которые не были куплены не участвующими инвесторами. Надо заметить, что это может дополнительно задержать заключение сделки финансирования, поскольку предусматривает необходимость соблюдать различные сроки направления уведомления о первичном размещении и перераспределении.

Право принуждения подключения к сделке (DRAG ALONG)

Право принуждения к совместной продаже (иногда называется «обязательство продажи акций») (drag-along or bring-along right) налагает на акционеров компании (как правило, это миноритарные акционеры) обязательство продавать их акции потенциальному покупателю в том случае, если определенный процент акционеров (или акционеров – владельцев акций определенного класса) голосуют за продажу такому покупателю и (или) совет директоров одобряет сделку. Эти права могут быть полезны в контексте продажи, когда потенциальные покупатели захотят приобрести 100% акций компании, чтобы избежать обязательств перед мелкими акционерами после приобретения. Положения о праве принуждения к совместной продаже были распространены во время кризиса 2000-2002 гг., однако с тех пор используются редко.

Обычно положение о праве принуждения к совместной продаже акций охватывает следующие аспекты:

- Лица, подчиняющиеся обязательству продажи акций. Как правило, инвесторы предпочитают, чтобы акционеры – владельцы значительного количества акций подчинялись такому обязательству совместной продажи акций. Крупные инвесторы также обычно хотят, чтобы другие инвесторы подчинялись этому обязательству, чтобы обеспечить одобрение сделки со стороны мелких инвесторов.
- Пороговое значение, запускающее механизм требования совместной продажи акций. Обычно пороговое значение представляет собой определенный процент акционеров (например, 50% или 2/3 акционеров – владельцев Привилегированных акций либо Привилегированных акций

определенной серии) и иногда включает в себя одобрение совета директоров. Пороговое значение и группа акционеров, контролирующая его запуск, обычно являются предметом обсуждения.

- **Минимальная цена.** Из-за ликвидационных привилегий некоторые акционеры (обычно владельцы обыкновенных акций и привилегированных акций с меньшими привилегиями) могут не получить никакой прибыли в результате слияния или продажи. Они могут возразить против принудительного голосования за слияние, в ходе которого они не получат никакого вознаграждения.

Таким образом, некоторые акционеры могут попытаться выговорить некую минимальную пороговую цену, к которой будет применяться положение о принуждении к совместной продаже акций. Например, акционеры – владельцы обыкновенных акций могут попробовать заявить, что обязательство совместной продажи акций должно применяться только в том случае, если владельцы обыкновенных акций получают не менее определенной цены за акцию (например, покупной цены за привилегированную акцию серии А) или если стоимость компании при заключении сделки превысит определенную сумму. Инвесторы скорее будут противостоят таким изменениям в положение о принуждении к совместной продаже акций, поскольку цель такого положения – привести к определенному исходу голосования в принудительном порядке, даже в том случае, если сделка продажи компании поддерживается не всеми акционерами, подчиняющимися положению о принуждении к совместной продаже акций.

- **Ограничения в отношении денежных средств / свободно обращающихся на рынке ценных бумаг.** Многие акционеры будут против того, чтобы голосовать за сделку, в которой они получают неликвидные ценные бумаги. Соответственно, некоторые акционеры будут настаивать на том, что положение о принуждении к совместной продаже акций должно применяться только в том случае, если вознаграждением за слияние / продажу служат денежные средства или ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынке.

Право преимущественной покупки (RIGHT OF FIRST REFUSAL)

Инвесторы часто требуют, чтобы любой учредитель, который намеревается продать свои акции, сначала предложил их компании и инвесторам. Основная цель права преимущественной покупки – предоставить компании и инвесторам возможность сохранить Уставной капитал компании в рамках существующей группы собственников. Если учредители или другие крупные акционеры примут решение выйти из компании, инвесторы захотят иметь возможность купить их акции с тем, чтобы либо получить еще больший контроль над компанией, либо предупредить передачу контроля нестратегическим либо враждебным лицам.

Право преимущественной покупки обычно предоставляется инвесторам и применяется в отношении учредителей. Наиболее частый вариант – предоставить компании и инвесторам право купить все или какую-либо часть предлагаемых к продаже акций. Такой подход дает наибольшую гибкость компании и соответствующим инвесторам.

Учредители могут предпочесть, чтобы компания и (или) соответствующие инвесторы либо купили все предлагаемые к продаже акции (на кумулятивной основе), либо не покупали их вообще, поскольку частичная покупка может подорвать возможность учредителей продать все акции (т.е. предполагаемые покупатели могут не выразить желания покупать меньшее количество акций).

Инвесторы часто обладают правом перераспределения в отношении неподписных акций. Право перераспределения предоставляет инвесторам возможность полноценно использовать их права преимущественной покупки и второй шанс купить какие-либо предлагаемые к продаже акции, не купленные компанией или инвесторами. С точки зрения инвесторов, возможность перераспределения предоставляет дополнительную защиту от вхождения сторонних лиц в состав акционеров компании. Учредители могут возражать против этого, поскольку возможность перераспределения может способствовать еще более эффективной блокировке любой передачи третьему лицу. Для предоставления права перераспределения есть более веские основания в том случае, если инвесторы при использовании их права преимущественной покупки обязаны покупать акции целиком, либо не покупать их вообще.

Обычно существуют некоторые исключения из права преимущественной покупки, например, право физических лиц передавать, принадлежащие им акции близким родственникам и в доверительное управление, а также право инвесторов свободно передавать акции третьим лицам, друг другу или в пределах группы компаний инвестора (аффилированным лицам).

Право принуждения к совместной продаже (RIGHT OF CO-SALE)

Если учредитель или значительный акционер желает распорядиться акциями, которые являются объектом права совместной (co-sale) или сопутствующей (tag-along) продажи акций, инвесторы обычно настаивают на том, чтобы потенциальный покупатель согласился купить равную долю и их акций по той же цене и на тех же условиях.

Права совместной продажи в целом предназначены для того, чтобы защитить интересы инвесторов в ситуации, когда учредители или другие лица пытаются продать существенную часть обыкновенных акций. Как правило, инвесторы желают иметь возможность реализовать свои инвестиции в том случае, если учредители пытаются выйти из компании, поскольку часто успех фирмы зависит от его учредителей.

Чтобы снизить потенциальные административные сложности права преимущественной покупки / совместной продажи часто ограничиваются инвесторами, которые имеют существенные доли в компании. Существенные инвесторы также получают преимущества благодаря такому подходу, поскольку таким образом конкуренцию им составляет меньшее количество инвесторов. Обычно пороговое значение для предоставления прав первого отказа / совместной продажи устанавливается на уровне 5%.

Право выкупа (REDEMPTION RIGHTS)

Право выкупа представляет собой право при определенных условиях требовать, чтобы компания произвела обратную покупку собственных акций у инвесторов по фиксированной цене. Это право может предусматриваться с тем, чтобы заставить компанию выкупить собственные акции в случае ситуации выхода из инвестиций в течение заранее установленного срока. Отказ от выкупа своих акций по требованию может привести к получению инвесторами более существенных прав, например, расширенные права голоса.

В ряде европейских юрисдикций и в США право выкупа не предоставляется либо ограничивается (например, определенным процентом выпущенных и обращающихся акций). Для инвесторов также не очень характерно требовать права выкупа. В большинстве случаев у начинающих компаний (расходы которых обычно превышают любые доходы) нет достаточных денежных ресурсов для того, чтобы сделать выкуп акций реальной возможностью, и нет иных возможностей рефинансировать свою структуру капитала для обеспечения возможности выкупа. Соответственно инвесторы в сделках венчурного финансирования в первую очередь стараются сосредоточиться на IPO или на продаже компании как средствах достижения ликвидности.

В 2008-2009 гг. Процентные показатели по сделкам венчурного финансирования, предусматривающим обязательный выкуп акций или выкуп по усмотрению венчурного капиталиста, выглядел следующим образом(из общей выборки):

| Q4'09 | Q3'09 | Q2'09 | Q1'09 | Q4'08 | Q3'08 | Q2'08 | Q1'08 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 21% | 13% | 20% | 24% | 20% | 23% | 29% | 20% |

Источник: «Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West», 2/2010

Даже если инвесторы никогда не требуют выкупа акций, инвесторы могут использовать угрозу выкупа в качестве рычага давления с целью повлиять на решения компании (например, чтобы заставить компанию более серьезно рассмотреть открытую подписку или продажу).

Как правило, при обсуждении права выкупа затрагиваются следующие вопросы:

- когда может быть впервые использовано право выкупа
- цена выкупа
- срок, которым располагает компания для осуществления выкупа

Обычно все права выкупа предусматривают, что они не могут быть использованы до наступления 5-летней годовщины сделки финансирования, поскольку компании необходимо достаточное количество времени, чтобы достичь результатов, в то время как венчурному фонду необходима возможность реализовать инвестиции в конце существования фонда.

Цена выкупа обычно представляет собой начальную покупную цену плюс начисленные, но не выплаченные дивиденды. Выкуп может быть приведен в действие большинством или

подавляющим большинством голосов «за», поданных инвесторами. Выкуп акций, как правило, производится в виде нескольких взносов в течение трех лет.

Положения о защите (PROTECTIVE PROVISIONS)

Положения о защите представляют собой действующее право вето, которое инвесторы могут наложить на определенные действия компании. Положения о защите часто являются предметом жарких споров. Учредители предпочитают исключать положения о защите из своих документов или сводить их к минимуму. Инвесторы, напротив, обычно хотят иметь контроль в виде права вето в отношении некоторого набора действий, которые могут быть предприняты компанией, особенно когда это затрагивает инвесторов с экономической позиции.

Все положения могут обсуждаться, все зависит от позиций сторон при проведении переговоров. Целесообразно предусмотреть прекращение действия положений о защите в том случае, если количество обращающихся привилегированных акций снизится ниже определенного количества. Таким образом, мелкие инвесторы не смогут воспользоваться правом вето на действия компании.

Соглашения о собственной информации и изобретениях (PROPRIETARY INFORMATION AND INVENTIONS AGREEMENT)

Инвесторы всегда настаивают, чтобы (если это до сих пор не сделано) каждый работник или учредитель компании подписал стандартный договор отчуждения исключительных прав на интеллектуальную собственность в пользу компании. Это гарантирует, что вся интеллектуальная собственность созданная учредителями или работниками компании принадлежит компании.

Отсутствие такого договора может создать серьезные проблемы для компании в будущем в вопросе отстаивания своих прав на созданные объекты интеллектуальной собственности. А учитывая тот факт, что именно интеллектуальная собственность является основным активом для инновационных компаний, то пренебрегать надлежащим оформлением прав компании на интеллектуальную собственность нельзя.

Соглашения о запрете конкуренции и переманивании работников (NON-COMPETITION AND NON-SOLICITATION AGREEMENTS)

Ограничения в виде отказа от конкуренции проблематичны во многих юрисдикциях в США. Калифорния – юрисдикция с наибольшей венчурной активностью и наибольшим количеством молодых технологических предприятий, запрещает введение ограничений в виде отказа от конкуренции в принципе (с очень незначительными исключениями – например, в связи с продажей коммерческого предприятия).

Что касается российского права, то можно сказать, что запрет на конкуренцию может быть расценен, как противоречащий гарантированному Конституцией праву на труд.

Запрет продавцу подыскивать более выгодного покупателя / (NO SHOP /)

Инвесторы часто требуют от компаний согласовать исключительный период проведения переговоров (иногда называется «запрет на поиск более выгодного предложения»).

Инвесторы тратят довольно много времени и усилий для проведения комплексной юридической проверки и обсуждения условий сделки, и инвесторы не хотят, чтобы компания моментально отвернулась от них и воспользовалась предварительным соглашением для того, чтобы заполучить более выгодные условия сделки с другими инвесторами. Однако при даче согласия на «запрет на поиск более выгодного предложения» компаниям следует проявлять осторожность. Соглашаясь на такой запрет слишком рано, они могут закрыть себе более выгодные возможности. Кроме того, запрет на поиск более выгодного предложения может стать еще более стесняющим в ситуации, когда средства компании будут практически на исходе.

В конечном итоге, с точки зрения компании, такой запрет проблематичен, поскольку у инвесторов нет обязательства предоставлять инвестиции. Компании могут захотеть выделить некоторые пункты из предварительного соглашения, которые будут допустимы для обсуждения с существующими инвесторами, банками и отдельными другими инвесторами.

Следует ли компании в конечном итоге соглашаться на запрет на поиск более выгодного предложения в течение определенного срока, будет зависеть от ряда факторов, включая финансовое состояние компании, позицию сторон в переговорах, рыночные условия и т.д. Обычно срок действия запрета на поиск более выгодного предложения составляет 30-60 дней.

В венчурном финансировании не принято предусматривать отступные, однако этот вопрос можно рассмотреть в тех случаях, когда велика вероятность продажи Компании до фактического осуществления финансирования (например, сделка на более поздней стадии).

Вопросы "выхода"

Основной задачей сторон инвестиционной сделки является вопрос выхода из инвестиции. Не менее важными задачами выхода выступают полная капитализация стоимости, воплощенной в компании, и обеспечение ликвидности акций, оставшихся у предпринимателя.

В качестве наиболее частых вариантов выхода из инвестиции выступают продажа контроля в компании стратегическому инвестору и продажа неконтрольного пакета акций на публичном рынке за наличные, а также операции MBO и LBO.

Основные варианты выхода из инвестиций следующие:

1. *Публичный рынок (IPO, PO, PP, TS)*

Публичный рынок (IPO, PO, PP, TS) – наиболее привлекательный способ выхода не только для инвестора, но и для предпринимателя, поскольку он предполагает получение наличных средств со значительной премией (как правило 15-20%). При этом он обеспечивает ликвидность оставшегося неразмещенным акционерного капитала, а также возможность

привлечении относительно недорогого добавочного капитала для новых раундов финансирования.

Для выхода на публичный рынок компания должна соответствовать ряду требований, основным из которых выступает достаточный объем операций, без которого, как показывает практика, не обеспечивается ни интерес со стороны институциональных и индивидуальных портфельных инвесторов, ни ликвидность размещаемых акций. Помимо этого от компании требуется (по сравнению с другими формами выхода из инвестиций) акционирование (incorporation), перевод компании в правовую форму публичной компании (в России – ОАО), а также предполагается полная готовность раскрыться для рынка. Публичное размещение, как правило, сопровождается включением акций компании в листинг биржи или вывод на внебиржевой рынок.

2. Продажа бизнеса стратегическому инвестору

Важно учитывать, что стратегический инвестор 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 инвестора основатели компании и другие акционеры избавляются и от своей компании, а, в большинстве случаев и от своих позиций в ней в качестве менеджеров. При продаже компании стратегическому инвестору используются две основные формы: продажа акций или продажа активов.

3. Продажа доли в компании новому инвестору

Данный вариант выхода может быть независимым или связанным с привлечением компанией нового раунда финансирования. В качестве потенциальных покупателей могут выступать:

- Новые акционеры, которые станут корпоративными партнерами компании.
- Институциональные квалифицированные инвесторы (institutional qualified investors) – пенсионные фонды, большие страховые компании – могут быть заинтересованы в выкупе доли инвестора, а иногда и части доли предпринимателя еще до IPO, если эта доля предлагается с определенным, иногда достаточно существенным, дисконтом.
- Некоторые фонды венчурного капитала и фонды взаимных инвестиций (mutual funds или ПИФы), работающие на публичном рынке, которые специализируются на вложениях в выпуски новых акций или на публичных предложениях уже выпущенных акций быстрорастущего бизнеса еще на втором-третьем раунде финансирования.
- Инвесторы, которые специализируются на менее рискованных инвестициях или инвестициях определенного типа, например, в недвижимость, логистические и дистрибьютерские компании, медийные компании и т.п.

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

4. Частное размещение (*private placement or trade sale*)

Отличие данного варианта выхода от предыдущего заключается в том, что покупатели акций компании ориентированы на IPO в ближайшем будущем (год – полтора) и не смогут (согласно своим инвестиционным стратегиям) прийти в компанию, если не гарантируется листинг на организованном рынке в течение этого срока.

Условием успеха частного размещения выступают хорошие финансовые показатели работы компании и перспективы ее роста. Именно на их основе инвесторы оценивают стоимость компании и определяют цену, которую они готовы заплатить за акции (паи), и определяют будущую доходность вложений. Для квалифицированных инвесторов помимо обещания листинга будет необходима и формальная ликвидность, которая обеспечивается торговлей на небиржевом over-the-counter (OTC) рынке, например Euroclear. Для динамично развивающейся компании возможен целый ряд частных размещений, осуществляемых в течение нескольких лет.

5. Выкуп доли в бизнесе предпринимателем

Выкуп доли в бизнесе может быть осуществлен как самим предпринимателем, так и командой менеджеров (трастом).

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

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

6. Ликвидация

Метод ликвидации применяется достаточно широко, однако, как правило, вынужденно, и не приносит большого возврата на инвестиции, поскольку скидка на текущую цену редко бывает 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.

Среди возможностей повышения эффективности выхода можно выделить:

Планирование выхода с момента инвестирования

Выходы из инвестиций необходимо планировать по нескольким вариантам во времени и форме. Даже тем 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 компании не потребуется (т.е. ее рост остановится, например, из-за насыщения рынка).

Сосредоточение внимания менеджмента компании на выходе

Если предприниматель или топ-менеджеры компании не желают двигаться в направлении выхода ни при каких условиях, то, возможно, не в интересах инвестора вообще заключать такую сделку. Инвестор может предложить им подумать над следующим:

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

Каковы бы ни были эти планы, создание высококачественного бизнеса высокой стоимости всегда в интересах менеджеров, поскольку это дает им возможность в какой-то момент в будущем продать его и капитализировать созданную стоимость, хотя изначально они могут об этом и не задумываться. Предприниматель и менеджеры объективно согласны с тем, что целью их деятельности является капитализация созданной стоимости в момент ее возможно достижимого максимума, т.е. выход из инвестиций. Поэтому их можно стимулировать с помощью акций, опционов на акции и премиальных, чтобы их цели были гармонизованы и согласованы с текущими целями инвестора, обусловленными состоянием бизнеса компании. Стимулирование ничего не будет значить, если менеджмент в принципе не согласен на выход и не разделяет оценок инвестора в отношении положения компании.

Все больше 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.

Выбор способа выхода

Инвестор изначально (с момента ведения переговоров с компанией об инвестировании) должен определить для себя, на какой именно путь выхода он нацелен. При этом важно понимать, что такая нацеленность не является необратимой. Некоторые из наиболее преуспевших в выходах инвесторов всегда нацеливаются на IPO, проводя активную подготовку к нему для того, чтобы в нужный момент получить выгодные предложения о прямой продаже от стратегического инвестора или другого фонда. 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. Нужно всегда относиться серьезно и к потенциальным финансовым инвесторам (financial buyers), которые могут пройти все этапы торга не хуже

профессионалов в данном бизнесе – стратегических инвесторов и, хотя им может понадобиться больше времени для ознакомления с отраслью, смогут сэкономить его при проведении финансовой части процедуры тщательного изучения (due diligence).

Управление бизнесом, нацеленное на выход

Достаточно часто инвесторы утверждают, что они занимаются своим бизнесом, не имея в качестве главной цели подготовку к удачному и прибыльному выходу. Им свойственно говорить о стратегических решениях, исходя из интересов развития бизнеса в данном сегменте рынка. 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.

5. Особенности организационно-правовых форм для заключения венчурных сделок в российской юрисдикции.

Опыт осуществления прямого и венчурного инвестирования в России показывает, что до недавнего времени большинство частных фондов прямых и венчурных инвестиций, например, Российский Технологический Фонд (да, это - название фонда), «Русские технологии», фонды под управлением Mint Capital, Baring Vostok Capital Partners - зарегистрированы за рубежом. Во многом, это было предопределено доминирующей ролью иностранных инвесторов. (Например, в фондах прямых инвестиций под управлением Delta Private Equity Partners значительную долю составляют средства западных пенсионных фондов, в первую очередь пенсионный фонд General Electric).

В последние годы заметен интерес к регистрации венчурных фондов и в российском правовом поле. Основная причина этого - в том, что все программы по участию государства в капиталах фондов (Венчурный Инновационный Фонд, Российская Венчурная Компания, региональные фонды МЭР) предполагают российскую регистрацию фонда. Далее будет рассмотрен вопрос о российских организационно-правовых формах для деятельности венчурных фондов.

Создание венчурного фонда в форме юридического лица (ЗАО, ОАО, ООО, коммандитное товарищество) приводит к тому, что доходы венчурного фонда будут облагаться налогом на прибыль юридических лиц по ставке 20% («двойное налогообложение»), что не привлекательно для инвесторов.

В настоящее время в России доминирующей формой стал закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. ЗПИФ - не образует юридического лица и не предполагают «двойного налогообложения». Эта форма была введена Постановлением ФКЦБ России от 14 августа 2002 г. № 31/пс «Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов» (на сегодняшний день действует одноименное положение, утвержденное Приказом ФСФР от 28 декабря 2010 г. №10-79/пз-н и повторяющее основные положения предыдущего документа).

Базовая регламентация деятельности ПИФ, в том числе, ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций дана в Федеральном законе от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах». Имеет место ограниченная ответственность пайщиков. Подробная регламентация деятельности паевых инвестиционных фондов дается в ряде нормативных актов ФКЦБ (ФСФР) РФ.

Изначально ЗПИФ не полностью соответствовал нуждам венчурного инвестирования. Для ЗПИФ были характерны невозможность commitments и создания инвестиционного комитета, высокая степень внешнего контроля со стороны ФСФР, депозитария, регистратора, аудитора, требуется привлечение независимого оценщика раз в полгода, большой объем отчетности, требования высокой степени открытости деятельности фонда и его вложений. Все эти особенности затрудняли деятельность венчурных фондов, ориентированных на рискованные инвестиции в старт-апы и небольшое число инвесторов и предполагающих гибкость в управлении.

В конце 2007 года в Федеральный закон от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» в конце 2007 года был внесен ряд существенных изменений, корректирующих некоторые вышеперечисленные недостатки. Юридическим механизмом их преодоления стало введение понятие «квалифицированный инвестор» (аналог американского статуса «аккредитованного инвестора»). Предполагается, что если инвесторы фонда – квалифицированные, то фонд выводится из-под ряда основополагающих ограничений ЗПИФ венчурных инвестиций. Сюда относятся введение commitments, возможность создания инвестиционного комитета, отмена требования проведения независимой оценки раз в полгода и ряд других требований.

Таблица 2 – Характеристика формы ЗПИФ

| ЗПИФ (с 2007 года) | |
|--|---|
| Ответственность инвесторов по обязательствам фонда | Ограниченная |
| Регламентация деятельности фонда и вложений | Нормативные документы ФСФР; Раскрытие информации (стоимость активов, бухгалтерский баланс и баланс имущества, текущая стоимость пая и др.); Согласование инвестиций с депозитарием |
| Транзакционные издержки | Затраты на депозитарий, регистратора, оценщика – в сумме до 3-5% и выше от размера фонда ежегодно |
| Объем отчетности | Большой |
| Решение об инвестициях принимается | Управляющей компанией |
| Возможность досрочного выхода инвестора из фонда в любой момент | Нет |
| Образование инвестиционного комитета | Возможно |
| Принцип commitments | Возможен |

| | |
|---|---|
| Кредитование проинвестированных компаний | Затруднено |
| Требования на УК | Регламентация со стороны ФСФР: объем собственных средств УК должен составлять 20 млн. руб. |
| Риск распада фонда из-за требований кредитора к одному вкладчику | Нет |

К настоящему времени в российском законодательстве есть форма, подобная Limited Partnership, которая появилась в результате принятия федерального закона «Об инвестиционном товариществе»². Данным законом был закреплен новый способ организации коллективных инвестиций без образования юридического лица – договор инвестиционного товарищества.

В рамках договора инвестиционного товарищества двое или несколько лиц (товарищей) обязуются соединить свои вклады и вести совместную инвестиционную деятельность для извлечения прибыли. Речь идет о приобретении и (или) отчуждении не обращающихся на организованном рынке акций (долей), облигаций хозяйственных обществ, товариществ, финансовых инструментов срочных сделок, а также долей в складочном капитале хозяйственных партнерств. Участниками инвестиционного товарищества могут быть индивидуальные предприниматели, российские и иностранные юридические лица, в том числе и некоммерческие организации. Максимальное число участников - 50. Срок договора инвестиционного товарищества не должен превышать 15 лет. Товарищам разрешается участвовать в нескольких договорах инвестиционного товарищества.

Участники инвестиционного товарищества делятся на две группы:

- Товарищи, не являющиеся управляющими (обычные товарищи), в основном управляют только самыми важными делами товарищества на общем собрании. Их основная цель – получить прибыль. Рискует только размером внесенных вкладов в общее имущество.
- Управляющие партнеры. Они осуществляют ведение общих дел товарищей, как правило, производя текущее, оперативное руководство, (осуществляя руководство разного уровня – обычно стратегического и административного, реже – оперативного), осуществляют финансово-управленческий контроль, ведут налоговый учет, открывают банковский счет, предоставляют необходимые сведения о деятельности товарищества обычным участникам. Несут риск субсидиарной ответственности личным имуществом в случае недостаточности общего имущества для выплат по обязательствам товарищества.

Законом закрепляются права и обязанности товарищей. Товарищ, не являющийся управляющим, может полностью или частично передать свои права и обязанности другому

² Федеральный закон от 28 ноября 2011 г. N 335-ФЗ "Об инвестиционном товариществе"

лицу. Размер доли каждого из товарищей в общем имуществе определяется пропорционально стоимости внесенного им вклада. Выделение доли до окончания срока действия договора запрещено. Определена компетенция специального инвестиционного комитета. Кроме того, все участники договора несут полную солидарную ответственность по общим внедоговорным обязательствам, а также по договорным обязательствам, не связанным с осуществлением предпринимательской деятельности.

Предложенная конструкция инвестиционного товарищества максимально приближена по своему характеру и правовой природе к одной из самых распространенных и приемлемых для инвесторов форм коллективного венчурного инвестирования за рубежом – limited partnership (ограниченное партнерство), существенными отличительными признаками которого являются³:

- одновременное участие в договоре не менее двух лиц, одно из которых является полным партнером, как правило, венчурной компанией, осуществляющей приобретение активов в инновационной сфере и управление ими до тех пор, пока они не будут проданы, а другое – вкладчиком-инвестором, ответственность и права на участие в управлении партнерством которого ограничены;
- вкладчик-инвестор не имеет возможности выйти из договора или иным образом отказаться от исполнения принятых на себя обязательств, связанных с поступательным предоставлением инвестиционных средств в течение инвестиционного периода;
- возможности одновременного участия в нескольких партнерствах законодательно не ограничены, что автоматически дает возможность создания «пула» инвестиционных фондов под управлением одного управляющего, являющегося неотъемлемым свойством венчурной инвестиционной деятельности.

Главным принципом правового регулирования договора об инвестиционном товариществе является внедрение в его конструкцию максимального количества возможностей для участников устанавливать правила, удобные им для конкретного инновационного бизнес-проекта. Основным преимуществом договора о совместной деятельности является отсутствие двойного налогообложения, что обусловлено договорной природой товарищества, которое не является юридическим лицом. К другим достоинствам данной формы относятся: законодательно не ограниченные возможности по определению видов и размеров вкладов, долей участия в общем имуществе, порядка распределения прибыли и убытков, допустимость поэтапного внесения вкладов (commitments), а также минимальные, контролируемые товарищами издержки, связанные с обеспечением деятельности товарищества. Преимуществами товарищества для инвесторов является отсутствие сложных процедур создания под каждый проект отдельного юридического лица, а также его ликвидации при провале.

³ Пояснительная записка к проектам федеральных законов "Об инвестиционном товариществе" и "О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с принятием Федерального закона "Об инвестиционном товариществе"

6. Заключение сделок бизнес-ангелами – основные особенности.

Бизнес-ангелы представляют собой частных инвесторов, которые вкладывают средства в рискованные (прежде всего, инновационные) проекты ранних стадий, при этом объем инвестиций в один проект, как правило, не превышает 1 млн. евро. Чаще всего в качестве бизнес-ангелов выступают физические лица (в этой роли также могут выступать и юридические лица).

Термин «бизнес-ангел» пришел из сферы американского шоу-бизнеса, где под «ангелом» подразумевали спонсора, финансирующего проект на безвозвратной основе и претендовавшего на прибыль только в случае успеха. Тем не менее, современный бизнес-ангел — это не благотворитель, а именно инвестор, предоставляющий средства в проект с целью получения коммерческой прибыли. В обмен на финансирование он получает значительную долю в капитале компании.

Цель бизнес-ангела – рост капитализации про инвестированной компании и фиксация прибыли через «выход» - продажу своей доли по значительно более высокой цене, чем объем инвестиций. Бизнес-ангел должен обладать значительными средствами, потеря части которых от неудачного вложения в проект не повлияет на его уровень жизни и дальнейшую коммерческую деятельность. Кроме того, бизнес-ангелы диверсифицируют свои вложения, вкладываясь в несколько проектов одновременно.

Принципиальное отличие бизнес-ангелов от венчурных фондов состоит в том, что бизнес-ангелы инвестируют в проекты свои собственные средства, тогда как венчурные фонды привлекают капитал широкого круга инвесторов, в том числе институциональных – банков, крупных корпораций, пенсионных и страховых фондов.

Различия проявляются и в методологии принятия инвестиционных решений. Для венчурного фонда существуют формальные требования на прибыльность и риск проектов, которых управляющие компании вынуждены придерживаться для привлечения капиталов широкого круга инвесторов. Бизнес-ангелы, напротив, рискуя лишь «своим» капиталом или объединяясь между собой, абсолютно свободны в своих действиях, а участие в управлении

проинвестированной компанией носит неформальный характер⁴. В таб. 3 приведены основные различия между венчурными фондами и бизнес-ангелами.

Таблица 3 – Основные различия между бизнес-ангелами и венчурными фондами

| Параметры | Бизнес-ангелы | Венчурные фонды |
|--------------------------------|----------------------|---|
| Источники средств | Собственные средства | Привлеченный капитал |
| Объем инвестиций в один проект | До 1 млн. долл. | 1-5 млн. долл. |
| Управленческий стиль | Неформальный | Достаточно высокий уровень формализации |

Обычно бизнес-ангел подключается к проекту на самом раннем и рискованном, «посевном», этапе развития проекта, когда имеется лишь идея и не всегда возможно дать достоверный финансовый прогноз. Привлекательность проектов начальных стадий состоит в их потенциальной сверхприбыльности, поскольку рост капитализации происходит буквально «с нуля» и превышает сотни процентов годовых (таб. 4). Эффектные примеры бизнес-ангельского инвестирования – компании Google и Skype.

Практика США и Европы показала, что роль бизнес-ангелов в экономике является очень значимой, поскольку именно они, наряду с 3F⁵ (Friends, Family, Founders – друзья, семья, основатели) выступают основными донорами стартового капитала и дают инновационным проектам «путевку в жизнь».

Таблица 4 – Примеры сверхприбыльных бизнес-ангельских инвестиций

| Компания | Сфера деятельности | Бизнес-ангел | Объем инвестиций | Стоимость доли на «выходе» | Рост, разы |
|------------|--------------------|--------------|------------------|----------------------------|------------|
| AppleCompu | Производство | Имя не | \$91 000 | \$154 млн. | 1 692 |

⁴Каширин А., Семенов А., Предисловие к книге Б. Хилла, Д. Пауэра «Бизнес-ангелы. Как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей». М. Эксмо, 2008.

⁵Другая трактовка термина 3F: Friends, Family, Fools (друзья, семья, «наивные»).

| тер | ПК | разглашается | | | |
|--------------|------------------|-----------------|-------------|------------|--------|
| Amazon.com | Интернет-магазин | Томас Альберг | \$100 000 | \$26 млн. | 260 |
| BodyShop | Косметика | ИанМакГлин н | 4000 фунтов | £ 42 млн. | 10 500 |
| Апорт | Интернет-поиск | Дж. Авчук | \$1M | \$ 25 млн. | 25 |
| MLLaboraties | Лечение почек | Кевин Лич | £ 50,000 | £ 71 млн. | 1 420 |

Между венчурными фондами и бизнес-ангелами существует не конкуренция за проекты, а «разделение труда»: бизнес-ангелы принимают участие в формировании компании на «посевной» стадии, когда проект находится лишь на уровне структурирования идеи и бизнес-модели и требует относительно небольших инвестиций. Венчурные фонды инвестируют в основном в стартапы — компании с уже существующим бизнесом и продуктом. При оценке проекта бизнес-ангелы исходят из доходности 40-70% годовых, венчурные инвесторы — 30-40% годовых.

Как уже указывалось ранее, бизнес-ангелы тяготеют к «посевным» инвестициям, тогда как венчурные фонды инвестируют в стартапы. Однако из правил есть многочисленные исключения: существуют бизнес-ангелы, инвестирующие в стартапы, и венчурные фонды, инвестирующие в «посевные» проекты, хотя на протяжении последних лет устойчивая тенденция – именно разделение труда.

Основные особенности сделок бизнес ангелов:

- Случай иностранной юрисдикции: в этом случае используется два базовых инструмента – обыкновенные акции и convertible debt, которые могут быть переведены бизнес-ангелом в обыкновенные акции
- В Российской же юрисдикции доминирует форма образования ООО, при этом зачастую значительная часть капитала вносится в виде бессрочного займа. Преимуществом этой формы является возможность свободного возврата этих денег акционеру со счета фирмы.

7. Основные конфликты сторон сделки и способы их решения.

Юридическое оформление условий сотрудничества основателей и инвесторов имеет ключевое значение для успешной деятельности и развития. Часто основатели не уделяют особого внимания положениям соглашения об основных условиях сделки, договора купли-продажи акций и акционерных соглашений, касающихся будущих отношений с инвестором, торопясь как можно скорее получить финансирование «здесь и сейчас». Однако отсутствие регулирования спорных вопросов в документах зачастую приводит к конфликтным ситуациям. Интересы инвесторов и основателей могут разойтись по многим вопросам, в частности в отношении выхода из компании, дальнейшего финансирования, продажи бизнеса и иных тем.

В разрезе сложившейся практики в области венчурных сделок конфликтные ситуации возникают между инвестором и фаундерами довольно часто. Ниже приведены примеры наиболее популярных споров и механизмы предотвращения их возникновения путем закрепления в соглашениях между сторонами.

«Выход» основателя из компании

А) инвестор не согласен

Установить **«ограничительный период»** на продажу основателями акций, а также **«обязанность посвящать все свое рабочее время»** развитию проекта в соглашении об основных условиях сделки и акционерных соглашениях до достижения срока или события, указанного в соглашениях.

Б) основатель организует конкурирующий проект, переманив ключевых сотрудников и используя идеи проекта в деятельности новой компании.

Необходимо включать в соглашение об основных условиях сделки и договоре о купле-продаже акций **положение «о не конкуренции»** (non-compete clause), устанавливающее обязательства основателей не разглашать конфиденциальную информацию, соблюдать лояльность по отношению к компании, не распространять негативную информацию о компании, не устраиваться на аналогичные должности и не создавать конкурирующие компании в данной области в течение срока, указанного в соглашениях. Как правило,

положение **«о не конкуренции»** включает **запрет на «переманивание»** ключевых сотрудников (non-solicitation) При этом данные нормы не должны нарушать законодательства государства, в юрисдикции которого заключено соглашение, и должны иметь разумные пределы, ограничивая права основателей в той степени, в которой это необходимо для законной защиты прав инвесторов и бизнеса компании. В РФ положение **«о не конкуренции»** не будет иметь юридической силы.

В случае нарушения, инвестор/компания может обратиться в суд с требованием о наложении запрета на действия основателя и/или ключевых сотрудников, нарушающие требования о не конкуренции, а также потребовать возмещения убытков, причиненных компании такого рода действиями.

Продажа компании

инвестор/основатель желает продать компанию, а другая сторона не согласна

Возможно установить ограничения в акционерных соглашениях и учредительных документах о том, что вопросы реорганизации, продажи и ликвидации компании принимаются единогласно на собрании акционеров/либо установление кворума для принятия таких решений. Также можно установить обязательное одобрение основателей решений по ключевым вопросам деятельности компании.

Вопросы управления

инвестор/основатель предлагает кандидата на ключевую позицию управления, а другая сторона не согласна.

Закрепить в соглашении о ключевых условиях сделки и акционерных соглашениях условие **«о представительстве в совете директоров и иных исполнительных органах»** как со стороны инвестора, так и основателей. Более того, установить механизм голосования по вопросам одобрения кандидатуры на основные должности компании: принимается единогласно, либо установить кворум для принятия решения, либо обязанность голосовать «за».

Вопросы дальнейшего финансирования (привлечение новых акционеров)

основатель привлекает еще инвесторов, а первоначальные инвесторы против

Установить в соглашении о ключевых условиях сделки, Акционерных соглашениях и учредительных документах **право наложение «вето»** инвестором на решения о выпуске дополнительных акций. Также регламентировать в соглашениях между инвестором и основателем положение о **«праве преимущественной покупки»**, позволяющее первоначальным инвесторам право покупки акций по цене предложения третьим лицам.

Главное, внимательно изучать все юридические документы, которые вы подписываете, и понимать механизм работы всех положений соглашений между инвестором и основателем. Особое внимание уделить вопросу определения юрисдикции, в которой заключается

соглашение, применимого права в отношении условий соглашений и места разрешения споров между сторонами.

В случае когда не удалось решить вопросы путем переговоров и на уровне закрепления в основных документах по сделке, то стороны могут обратиться в суд за защитой нарушенного права и требовать возместить ущерб, причиненный другой стороной несоблюдением формальных договоренностей. Если действия ответчика действительно являются нарушением условий соглашений между инвестором и основателем, которые являются юридически обязывающими и не противоречат законодательству государства, в юрисдикции которого они заключены, то суд определит способ восстановления нарушенного права.

8. Особенности многосторонних сделок.

В основном венчурные инвесторы управляют не диверсифицированным портфелем и ограничены тем, что увеличение количества компаний в портфеле размывает фокус и качество управленческого консультирования. Возможный путь разрешения противоречия между диверсификацией и специализацией в широком смысле это синдикация венчурной сделки – ситуация, когда капитал предоставляется двумя и более венчурными инвесторами. Согласно данным Европейской венчурной ассоциации, в 2013 году было синдицировано около трети объема европейских венчурных сделок.

Синдикация сделок может помочь специализированным инвесторам увеличить охват своего портфеля без ухудшения качества отбора и консультирования возросшему количеству портфельных компаний путем объединения усилий по этим направлениям. Более того, синдицирование сделок с более специализированным и/или опытным партнером дает возможность другому партнеру развить свои компетенции и навыки, чтобы осуществлять лучший процесс отбора и более высокое качество консультирования для проектных компаний.

Согласно РАВИ, одна из важнейших причин для синдицирования заключается в том, что при совместном инвестировании между венчурными капиталистами устанавливаются внутренние контакты, которые в дальнейшем могут оказаться полезны обеим сторонам. Именно так формируются международные сети венчурных капиталистов, специализирующихся в различных областях. Одна из самых ответственных задач в мире венчурных капиталистов - это умение просчитать неопределенные ситуации и справиться с ними так, чтобы в конце получить оптимальное соотношение риска и вознаграждения. Совмещение опыта разных сторон может создать эффект синергизма.

Пожалуй, именно возможность приобрести дополнительный опыт в конкретной области и является решающей причиной для вступления в синдикат. В конце концов, многие инвестиции венчурного капитала связаны с бизнесом, который прокладывает пути для новых технологий.

Поэтому и для компаний и для самих венчурных капиталистов полезно, если они с помощью синдицирования могут приобрести широкий кругозор и глубокий опыт, участвуя в различных инвестициях в какой-то определенной области, например, в биологии или информационных технологиях.

Кроме того, обычно в синдикатах появляется лидер. Это может быть инвестор, обладающий наибольшим опытом или вложивший наибольшую сумму.

Лидирующий инвестор – это участник синдиката венчурных инвесторов, владеющий самой большой долей акций в совместной или синдицированной сделке по прямой инвестиции, а также принимающей наиболее активное участие в сделке. Наличие такого инвестора способствует минимизации рисков остальных инвесторов синдиката. Практика показывает, что в крупных синдикатах более мелкие участники обычно бывают рады тому обстоятельству, что крупный участник становится лидером инвестиций. Тем не менее, процесс принятия решений по-прежнему требует четкости. Например, кто принимает решение о назначении на ключевую должность – такую как директор по финансовым вопросам? Что будет, если остальные участники синдиката окажутся не согласны с лидером инвестиций?

В обязанности лидера входит:

- сбор заявок от членов Синдиката, изъявивших желание со-инвестировать в проект;
- организация due diligence проекта;
- организационные и юридические вопросы инвестирования в проект;
- организация представления или самостоятельное представление со-инвесторов из числа членов Синдиката в Совете Директоров проекта.

Обычно различают два уровня участия инвестора в управлении: активное (hands-on) и пассивное (hands-off). Активное участие обычно связывают с ранними стадиями инвестирования, тогда как поздние стадии чаще ассоциируются с пассивной ролью. При этом существует достаточно четкая связь между степенью риска и уровнем участия инвестора в работе компании. Если компания встречает трудности в реализации своего бизнес-плана, то риски связанные с возможностью реализации поставленных задач по выращиванию стоимости, возрастают, и инвестор бывает вынужден оперативно переключиться с пассивной на активную роль.

Для предпринимателя предпочтительно активное участие инвестора в управлении компанией, т.к. в этом случае он получает своего рода дополнительного внешнего аудитора и спарринг-партнера, который активно вовлечен в разрешение проблем роста компании и вызванных изменениями на рынке.

На начальном этапе до структурирования, когда обязанности еще не определены письменным соглашением, это иногда может привести к крупным разногласиям.

Совместное несение и, соответственно, снижение уровня финансового риска, также может стать одной из причин для синдицирования. Совместное несение риска оправдано в случаях, когда дело касается более или менее крупных сумм.

Особенно большой риск при инвестировании в новые компании, потому что в случае неудачи деньги вернуть скорее всего не удастся.

Участие в различных венчурных сделках также означает распределение прибыли. Создание большего количества возможностей для выхода (продажа своей доли в инвестиции в нужный момент) приводит к более стабильному и широкому притоку дохода.

Третья причина синдикации сделок заключается в стремлении лучше распределить задачи при совместной работе.

Как уже отмечалось, профессиональный венчурный капиталист является не просто кредитором, предоставляющим финансирование, а практически совладельцем компании, имеющим возможность участвовать в ее управлении.

Профессиональный венчурный капиталист помимо глубоких финансовых знаний, владеет полной информацией об особенностях сегмента рынка, на котором он планирует осуществлять инвестиции.

Таким образом, один из партнеров по синдицированной инвестиции может заниматься преимущественно технологическими аспектами, а другой будет направлять финансовую деятельность компании.

Успешное разделение обязанностей может строиться и по принципу географической принадлежности. Например, европейскому венчурному капиталисту рекомендуется подобрать партнера с аналогичными деловыми интересами в США, который привнесет заокеанский опыт работы.

Четвертая причина состоит в том, что присутствие нескольких венчурных капиталистов может добавить объективности в оценке ситуации.

Очень часто участие в финансировании компании происходит на этапе, когда предприниматель /основатель или предприниматель /владелец и потомки основателя еще тесно связаны с компанией. Как правило, венчурный капиталист оказывается первым из совладельцев компании с определенным уровнем власти, пришедшим со стороны. На этом же этапе происходят радикальные изменения, такие как ускоренное увеличение торгового оборота или дополнительный рост, а также начинается переход к большей открытости с учетом будущего выпуска акций на фондовую биржу. Для владельца компании эти события часто имеют эмоциональную окраску, поэтому присутствие не одного, а нескольких венчурных капиталистов приносит некоторую объективность, которая гарантирует принятие более рациональных решений. Конечно, следует обратить внимание на то, чтобы выработка решений, в которой участвует большое количество сторон, не тормозилась бы созданием группировок и политизацией мнений.

При создании синдиката всегда встает вопрос, каково оптимальное количество участников? На самом деле, здесь нет строгих правил. Когда участников слишком много, возникает риск того, что они будут мешать друг другу. К тому же, нет никакой гарантии, что все они будут выполнять взятые обязательства. При определении состава и величины синдиката играют роль и психологические аспекты: взаимное доверие, взаимное уважение и совместная работа. И отношения между ними должны быть такими, чтобы выстоять в кризисах.

Связь с сильным синдикатом дает проинвестированной компании три важных преимущества:

- Компания может максимально использовать опыт и знания любого стороннего специалиста в области финансов, технологий, маркетинга,

международных сетей, и т.д. Иными словами, усиливаются ее возможности развивать бизнес.

- Сильный синдикат – хорошая гарантия получения возможного дополнительного финансирования для дальнейшего развития.
- Сама компания немедленно начинает пользоваться хорошей репутацией на финансовых рынках. «Поддержка» синдиката видных венчурных капиталистов служит отличным трамплином для выхода на финансовые рынки.

Следует заметить, что для только что возникших компаний, работающих в секторе высоких технологий, возможности для синдицирования ограничены. Обычно работа с такой компанией предполагает интенсивное соучастие венчурного капиталиста в предпринимательской деятельности, а это требует такого глубокого знания дела и решимости, что активное участие более чем одного венчурного капиталиста представляется маловероятным.

Синдикат может пополняться новыми участниками вплоть до позднего этапа - выкупа управляющими, этапа предшествующего запланированной публичной продаже акций. Участие в синдикате может сводиться не только к участию в Уставном капитале как таковом, но и к предоставлению (частичному) субординированного кредита (мезонинное финансирование). В этом случае роль синдиката венчурных капиталистов заключается в том, чтобы привнести глубокий финансовый опыт в создание наиболее благоприятной отправной точки для дальнейшего развития компании. Это может быть продолжение самостоятельной работы при сохранении руководства компании, или более крупный шаг вперед, связанный с IPO и котировкой на фондовой бирже.

Из всего вышеизложенного следует, что венчурные капиталисты могут занимать самые разные положения, в зависимости от стадии развития проинвестированной компании и ее этапа финансирования. Например, в состав синдиката может входить:

- Венчурный капиталист А. Инвестор-учредитель, председатель совета директоров, владеет крупным пакетом акций (>15%) – акции учредителя и все последующие серии акций («стадии»).
- Венчурный капиталист В. Инвестор-учредитель, не член совета директоров, владеет крупным пакетом акций (>15%) - акции учредителя и последующие серии акций.
- Венчурный капиталист С. Присоединился на третьей стадии финансирования, не член совета директоров, владеет небольшим пакетом акций (<2%). Не участвовал в предыдущих стадиях финансирования, поскольку составил отрицательное впечатление о компании, которая в это время испытывала проблемы.
- Венчурный капиталист Д. Присоединился на последней («мезонинной») стадии финансирования, перед намеченной публичной продажей акций. Владеет средним пакетом из 10% акций. Имеет место в совете директоров благодаря абсолютному объему инвестиции (>\$5 млн.).

Потенциальные партнеры по синдикату, особенно международному синдикату, должны помнить следующее:

- Лидер синдицированных инвестиций, который хочет создать синдикат, всегда должен стараться представить потенциальным членам синдиката инвестиционную компанию в самом выгодном свете. Тем не менее, важно дать им как можно более объективную картину, чтобы впоследствии не всплыли какие-нибудь скрытые недостатки.

- При формировании синдиката важно выяснить, будут ли члены также готовы и способны участвовать во втором, третьем и четвертом этапах

финансирования. Если не удастся обеспечить необходимые средства для более поздних стадий финансирования, есть риск того, что компанию придется продать раньше, чем она достигнет полной зрелости, или даже продать в принудительном порядке.

- Помимо наличия соответствующих финансовых возможностей, с самого начала необходимо также прояснить инвестиционную политику членов синдиката (временные рамки, дивиденды и т.д.).

- Иногда источником проблем в синдикате оказывается нежелание одних членов признавать профессионализм других членов. Это можно предотвратить с помощью периодически проводимой оценки вклада каждого партнера, в которую можно также включить оценку выполнения каждым из партнеров своих обязательств. Смысл этого мероприятия в том, что всех участников объединяет одна общая цель – увеличение стоимости. Для достижения этой цели важно, чтобы опыт и знания каждого из членов синдиката были оценены по достоинству и нашли свое применение.

- Члены синдиката должны иметь возможность свободно проводить тщательно изучение и поддерживать контакты с проинвестированной компанией. Естественно, не нарушая течение производственного процесса.

9. Особенности сделок с государственными институтами развития.

В настоящее время экономический рост компании не представляется без сотрудничества с государством и обществом в различных формах, а также без учета особенностей стратегии инновационного роста, которые характерны для постиндустриальной стадии развития, или экономики, базирующейся на знаниях. Для динамичного перехода к инновационной модели развития в качестве основы национальной конкурентоспособности нужно активное участие государства в создании национальной инновационной системы с принятием на себя части рисков, которые не может позволить себе бизнес в рамках своей собственной финансовой стратегии.

К настоящему времени в России также сложился ряд институтов государственного содействия компаниям ранних стадий, действующих в инновационной сфере.

Фонд Сколково

Финансирование инновационных проектов осуществляется в форме предоставления безвозмездного и безвозвратного гранта инновационной компании. Фонд финансирует проекты, направленные на осуществление исследований, разработок и коммерциализации их результатов, в том числе прикладные научные исследования, опытно-конструкторские работы, организацию пилотного производства, запуск и развитие продаж, продвижение инновационного продукта/технологии на рынок. Объем выделяемого финансирования и требования к проекту зависят от стадии, на которой находится проект.

Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере

Фонд поддерживает малые инновационные компании, обладающие правами на интеллектуальную собственность, на основе открытого конкурса; проект не финансируется всецело за счет фонда (принцип софинансирования). Основные программы: СТАРТ, ТЕМП, ПУСК. Имеются инициативы, направленные на финансирование проектов «посевной» стадии (Старт-Инвест), совместная инициатива с Microsoft в области поддержки стартапов в области разработки ПО.

Венчурный Инновационный Фонд (ВИФ)

Стал первым реально работающим механизмом государственной поддержки венчурного инвестирования. Основная его задача – выступать соучредителем коммерческих венчурных фондов России с целью разделения их инвестиционных рисков («фонд фондов»). Сложными моментами в организации ВИФ стали его малый объем и ограничение его участия в венчурном фонде лишь до объема 10% от общего размера фонда. К 2004 году ВИФ стал соинвестором

двух фондов, один из которых – корпоративный фонд «Аэрокосмического оборудования». Первый раунд инвестиций ВИФ был завершен к 2004 году, при этом его итоги не признаны успешными. В 2007-2008 годах ВИФу были выделены дополнительные средства, которые были переданы в имущества ЗПИФ под управлением частных компаний.

ОАО «Российская Венчурная Компания».

ОАО «РВК» была создана в соответствии с постановлением правительства РФ от 24 августа 2006г. Государству принадлежит 100% уставного капитала компании. РВК создана с целью приобретения инвестиционных паев венчурных фондов, что является ее исключительным видом деятельности. Уставный капитал составляет 30 млрд. руб.

ОАО «РВК» действует по принципу «фонда фондов», приобретая до 49% паев ЗПИФ особо рискованных (венчурных) инвестиций под управлением частных УК. Приобретение происходит на основании конкурсного отбора. Существует также ограничение на максимальный доход: ОАО «РВК» заключает с владельцами инвестиционных паёв Венчурных фондов соглашения, предоставляющие им право в срок, установленный в таком соглашении, покупки принадлежащих ОАО «РВК» инвестиционных паёв этого Венчурного фонда по цене, определяемой как сумма денежных средств, уплаченной ОАО «РВК» за инвестиционный, умноженный на повышающий коэффициент, который устанавливается советом директоров ОАО «РВК».

Фонд посевных инвестиций РВК

Участниками Фонда являются ОАО «РВК» (99%) и Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (1%). Фонд ориентирован на инвестирование в российские инновационные компании с высоким потенциалом роста на российском и зарубежных инновационно-технологических рынках.

Основными задачами Фонда являются:

- стимулирование развития в России сектора посевных инвестиций индустрии венчурного финансирования;
- стимулирование формирования сети Венчурных партнеров для фондов посевных инвестиций с целью максимального вовлечения профессиональных управляющих, экспертов и бизнес-ангелов в процесс создания новых технологических компаний;
- создание условий для формирования непрерывного потока сделок в венчурные фонды, в т.ч. созданные с участием средств ОАО «РВК»;
- значительное увеличение количества и качества малых технологических бизнесов, претендующих впоследствии на получение инвестиций венчурных инвесторов и фондов ранней стадии.

Региональные фонды МЭР. Целью программы является развитие в регионах инфраструктуры венчурного финансирования субъектов малого предпринимательства в

научно-технической сфере. Принципом создание каждого фонда являются трехстороннее партнерство по участию в имуществе фонда – 25% средств фонда поступает из федеральных источников, 25% - из региональных, 50% - из частных источников. Большая часть получивших средства проектов – это проекты из области высоких технологий и перспективные научные разработки. На конец 2008 года уже работало 14 региональных венчурных фондов, учрежденных совместно с государством. Помимо Москвы наиболее привлекательными для инвесторов оказались регионы, традиционно занимающие активную позицию в высокотехнологичных и наукоемких разработках, сфере ИТ – это Татарстан, Санкт-Петербург, Томск, Екатеринбург, Нижний Новгород и другие (табл. 6).

ОАО «РОСНАНО»

Реализует государственную политику по развитию нанотехнологической промышленности, выступая соинвестором в нанотехнологических проектах со значительным экономическим или социальным потенциалом. 100% акций ОАО «РОСНАНО» находится в собственности государства. Корпорация выступает соинвестором в нанотехнологических проектах со значительным экономическим или социальным потенциалом, участвует в создании нанотехнологической инфраструктуры, такой как центры коллективного пользования, бизнес-инкубаторы и фонды раннего инвестирования. Для поддержки финансируемых проектов корпорация Роснано научные и образовательные программы, а также популяризирует нанотехнологические исследования и разработки. Корпорация выбирает приоритетные направления инвестирования на основе долгосрочных прогнозов развития (форсайтов), к разработке которых корпорация привлекает российских и мировых экспертов.

Из особенностей оформления сделок с участием государственных институтов можно отнести:

- российскую юрисдикцию сделки;
- смешанные формы финансирования
- требование специальных обоснований, имеющих некоммерческий характер
- Присутствие представителей институтов развития в Совете Директоров

Преимуществом работы с институтами развития является возможность использования типовых документов. Документы являются аналогами западных акционерных соглашений в той мере, в какой позволяет российская право.

Следует отметить, что в документах по сделке с институтами развития в обязательном порядке присутствует приложение, где прописываются ключевые показатели эффективности бизнеса.

10. Приложение 1– Пример типового Term Sheet для иностранной и российской юрисдикции.

Term Sheet для российской юрисдикции. Пример 1.

СОГЛАШЕНИЕ ОБ ОСНОВНЫХ УСЛОВИЯХ СДЕЛКИ

Настоящим документом Юридическая компания «Воркуева и Партнеры» предлагает к рассмотрению Соглашение об основных условиях сделки для фиксации достигнутых договоренностей в отношении участия инвестора в стартап-проекте в зарубежной юрисдикции в период до подписания окончательных соглашений.

Данный документ подготовлен на основе зарубежных практик при участии специалистов венчурного рынка.

Представленное Соглашение отражает возможности закрепления прав и обязанностей сторон в отношении будущей сделки на финальной стадии переговоров (до начала проведения комплексной прединвестиционной экспертизы).

Настоящий документ содержит типовую структуру Соглашения об основных условиях сделки, широко используемую в практике венчурного инвестирования. Шаблон документа определяет ключевые элементы сделки, которые могут отражать возможные договоренности сторон, и различные варианты структурирования.

В зависимости от вида финансирования и конкретных условий сделки стороны по своему усмотрению используют предложенные способы закрепления отношений между инвестором и компанией, с учетом действующего законодательства выбранной юрисдикции.

В настоящем Соглашении об основных условиях сделки (далее -«Соглашение»)

[Реквизиты Сторон Соглашения, далее «**Инвестор 1**», «**Инвестор 2**»,«**Участник 1**», «**Участник 2**»], вместе именуемые «**Стороны**», договорились об основных условиях инвестирования в компанию «[_____]», зарегистрированную [дата, орган] (далее – «**Компания**»), путем приобретения привилегированных акций класса А Компании на указанных ниже условиях:

1. Термины и определения

Аффилированные лица – физические лица, в том числе супруг(а), родители и иные лица, которые в соответствии с семейным законодательством [Государства, выбранного Сторонами]являются близкими родственниками Инвестора, и юридические лица, которые прямо и/или косвенно контролируются Инвестором, или же находятся под его общим контролем.

Основные участники – Участники1 и Участник 2Компании совместно.

Окончательное соглашение – соглашения, определяющие права и обязанности Сторон после закрытия основной сделки финансирования, в целях которой разрабатывается и заключается настоящее Соглашение [договор купли-продажи привилегированных акций класса А].

Инвесторы – Инвестор 1 и Инвестор 2 совместно, намеренные заключить Окончательное соглашение с Компанией.

2. Основные условия сделки

Основные участники

Участник 1: [кол-во и тип акций], [__]% от общего размера акционерного капитала.

Участник 2: [кол-во и тип акций], [__]% от общего размера акционерного капитала Компании.

Инвесторы

Инвестор 1: [_____] акций ([__]%), [_____] USD.

Инвестор 2: [_____] акций ([__]%), [_____] USD.

Общая сумма инвестиций

[_____] , USD[количество привилегированных акций класса А].

Цена за акцию

[_____] USD за акцию (в зависимости от метода определения цены Компании и ее активов). В качестве базы для определения стоимости выкупаемой привилегированной акции класса А могут быть приняты следующие стоимостные оценки:

- 1) номинальная стоимость акции;
- 2) цена выкупа, предусмотренная в уставе Компании;
- 3) цена выкупа по рыночной стоимости акций. Конкретную цену

выкупа устанавливает совет директоров с привлечением независимого оценщика или аудитора.

Инвестиционная оценка компании

Доинвестиционная стоимость Компании составляет [_____]USD.

После инвестиций доля Инвестора 1 в капитале Компании составит _____%, а постинвестиционная стоимость – _____ [_____]USD.

После инвестиций доля Инвестора 2в капитале Компании составит _____%, а постинвестиционная стоимость – _____ [_____]USD.

Структура капитала до и после закрытия сделки

До- и постинвестиционная структура акционерного капитала Компании представлена в Приложении №1 к настоящему Соглашению (далее - «Приложение 1»).

3. Условия закрытия сделки

Условия закрытия сделки

[указать требования Инвестора в отношении документов или информации, которую должна предоставить Компания].

Подписание Окончательного соглашения будет зависеть от:

- результатов проведения комплексного прединвестиционного анализа (далее - «Due diligence»);
- представленных Компанией документов, которые закрепляют права и гарантии держателей привилегированных акций класса А;
- заключений юристов со стороны Компании и Инвесторов.

Сроки закрытия сделки

[предполагаемая дата заключения Окончательного соглашения]

Расходы на сопровождение сделки

Компания самостоятельно [или за счет Инвесторов] несет все издержки и расходы на оплату вознаграждения привлеченным для сопровождения сделки консультантам, независимо от того, состоялась ли сделка и было ли подписано Окончательное соглашение.

Компенсация расходов

Компании обязуется возместить Инвесторам расходы на проведение процедуры Due diligence и оформление транзакционных документов независимо от того состоялась ли сделка и было ли подписано Окончательное соглашение. Исключением считается необоснованный отказ Инвестора от подписания Окончательного соглашения. [либо Инвесторы

самостоятельно несут бремя расходов на проведение Due diligence].

4. Права, гарантии и ограничения

Преимущественное право покупки акций

Инвесторы, обладающие [n-количеством] привилегированных акций класса А имеют право в случае предложения ценных бумаг Компании третьим лицам приобрести их в количестве кратном [], пропорционально имеющимся у них акциям и на условиях предложения третьим лицам.

Защита миноритарных акционеров

Держатели обыкновенных акций и держатели привилегированных акций класса А обязуются совместно продать акции в случае, если большинство держателей привилегированных акций класса А решили продать или ликвидировать Компанию, остальные держатели привилегированных акций класса А и обыкновенных акций обязаны дать согласие и не препятствовать такой продаже.

Право принуждения к совместной продаже/ право присоединения к продаже

Инвесторы Компании обязаны продать акции потенциальному покупателю при условии, что не менее [] % держателей привилегированных акций класса А проголосуют за продажу долей потенциальному покупателю. Основные участники обязаны присоединиться к продаже акций.

В случае, если Основные участники или Инвесторы продают более [____] % акций, остальные Инвесторы вправе требовать полного или частичного присоединения к такой сделке продажи акций, по той же цене и на тех же условиях. Основные участники обязуются не продавать и/или не конвертировать свои акции, до тех пор пока Инвесторы не получают возможности участвовать в продаже на пропорциональной основе.

Вышеизложенные положения утрачивают юридическую силу в случае публичного размещения акций.

Выплата дивидендов

[вариант 1: дивиденды выплачиваются по привилегированным акциям класса А так же, как и по обыкновенным].

[вариант 2: ежегодно устанавливается фиксированный процент для выплаты дивидендов по привилегированным акциям класса А].

[вариант 3: дивиденды в размере [____] USD за привилегированную акцию класса А выплачиваются по решению

совета директоров].

Конвертация акций

Инвесторы вправе [не вправе] конвертировать привилегированные акции класса А в обыкновенные акции или в привилегированные акции другого типа по установленной цене конвертации [___]USD. [Могут быть предусмотрены условия и порядок обязательной конвертации привилегированных акций класса А в обыкновенные].

Размывание

Цена конвертации привилегированных акций класса А при выпуске Компанией дополнительных акций будет скорректирована в соответствии с выбранным методом изменения коэффициента конвертации:

- [вариант 1: «полный храповой эффект»].
- [вариант 2: «метод специального взвешенного среднего», дающий полную защиту держателю привилегированных акций].
- [вариант 3: «метод универсального взвешенного среднего»].

Ликвидационные привилегии

В случае ликвидации и/или назначении процедуры банкротства в отношении Компании, вырученные активы должны быть распределены между держателями привилегированных акций класса А в зависимости от вида акций:

[вариант 1: *не участвующие привилегированные акции*] Инвестор вправе получить выплаты по привилегии без права участия в распределении средств, оставшихся после выплаты ликвидационных привилегий.

[вариант 2: *полностью участвующие привилегированные акции*] Инвестор, наравне с держателями обыкновенных акций, вправе участвовать в распределении оставшихся после выплаты привилегий средств.

[вариант 3: *привилегированные акции с ограниченным участием*] Инвестор вправе получить ликвидационную привилегию, а затем участвовать в распределении оставшихся средств, вплоть до достижения суммы в размере [ограничение] USD.

Ограничения продажи акций

Инвесторы в случае публичного размещения акций Компании

обязуются не продавать привилегированные акции класса А в течение [период времени согласно требованиям к публичному размещению ценных бумаг, установленных законодательством государства, выбранного Сторонами].

Право участия в последующих раундах инвестирования

Инвесторы вправе участвовать [или обязуются принимать участие] в последующих раундах финансирования Компании.

Конфиденциальность

Запрещается использовать полученную Конфиденциальную информацию вне целей настоящего Соглашения и/или разглашать ее третьим лицам без предварительного письменного согласия раскрывающей Стороны. Стороны обязуются принять разумные меры для сохранения находящейся в их распоряжении Конфиденциальной информации в тайне. В целях данного положения «Конфиденциальная информация» означает любую устную, письменную, графическую или машино-считываемую информацию, включая, но не ограничиваясь, информацию, относящуюся к патентам, патентным заявкам, производственным планам, разработкам, изобретениям, технологиям, внешнему оформлению, формулам, рынкам сбыта, программному обеспечению (включая исходный и объектный код), конфигурации аппаратных средств, компьютерным программам, бизнес-планам, договорам с третьими лицами, клиентам, рекламе или финансам, независимо от того, обозначена такая информация в качестве конфиденциальной или нет, за исключением случаев, когда такая информация:

- 1) известна Сторонам на момент раскрытия без каких-либо обязательств о конфиденциальности;
- 2) является или впоследствии становится общедоступной не по вине Сторон;
- 3) правомерно получена от третьих лиц без ограничений в использовании и раскрытии;
- 4) независимо разработана без доступа к конфиденциальной информации раскрывающей Стороны;
- 5) раскрыта по требованию государственных органов в соответствии с законодательством [государства, выбранного Сторонами].

5. Управление

Право «вето»

Инвесторам, владеющим [] % акций, предоставляется право наложения «вето» на следующие решения: [_____].

Положения о защите

Компания обязуется только с предварительного письменного согласия Инвесторов, которые владеют не менее [] % акций, осуществлять следующие действия:

- изменять учредительные документы Компании;
- принимать решения о выпуске новых акций;
- изменять структуру собственности Компании;
- продавать активы Компании;
- иные действия согласованные Сторонами.

Совет директоров

Совет директоров Компании должен состоять из [] избираемых членов, из которых [] топ-менеджеров Компании (с ограничением, что только до тех пор пока они являются сотрудниками компании), [] представителей Инвесторов и [] независимых директоров с подходящим профессиональным опытом в данной сфере.

Право голоса

Инвесторы получают такое количество голосов, как если бы их привилегированные акции были пропорционально конвертированы в обыкновенные акции. В дополнение к этому, нижеприведенный ряд вопросов рассматривается голосованием только среди держателей привилегированных акций класса А, и решается только при согласии большинства держателей акций:

- выпуск или создание классов или видов ценных бумаг с правами, большими или такими же, как у привилегированных акций класса А, а также изменение прав уже существующих ценных бумаг до уровня или выше, чем у привилегированных акций класса А;
- выплата дивидендов;
- внесение изменений или изменение классификации любых типов акций, влияющих на привилегированные акции класса А, или рекапитализация Компании или ее дочерних компаний;
- иные вопросы, согласованные Сторонами.

Право на доступ к информации Компания обязуется предоставлять Инвесторам неограниченный доступ к следующим материалам: внутренняя управленческая документация, отчеты по операционной деятельности, годовой бюджет Компании, заверенная аудиторами годовая и квартальная финансовая и бухгалтерская отчетности.

Осуществление контроля Каждый Инвесторы имеют право на беспрепятственное посещение офисов Компании, проверку текущей деятельности и документации в любое разумное время в течение рабочего дня, установленного правилами внутреннего распорядка Компании. Компания вправе отказать Инвестору в посещении офиса только в случае, если это может помешать нормальному функционированию Компании, а также отказать в предоставлении информации, которая является конфиденциальной и может быть предоставлена только с предварительного одобрения совета директоров.

Опционные программы В Компании действует долгосрочная программа мотивации ключевых сотрудников, предусматривающая опционную программу [] % от доинвестиционной [или постинвестиционной] оценки Компании.

Отказ от недобросовестной конкуренции Основные участники, выполняющие трудовые функции в Компании, обязуются посвящать все свое рабочее время деятельности Компании, добросовестно, выполняя свои обязанности и действуя во благо Компании.

Основные участники обязуются:

- в течение [] месяцев [или лет] воздержаться от работы в компаниях, являющимися прямыми конкурентами Компании;
- в течение [] месяцев/лет после прекращения отношений с Компанией (продажи принадлежащих акций и прекращения выполнения трудовой функции) воздержаться от переманивания работников и/или клиентов Компании.

6. Прочие условия

Срок действия соглашения Положения настоящего Соглашения действуют до момента заключения Окончательного соглашения.

| | |
|---|--|
| <i>Эксклюзивность</i> | Компания обязуется в течение [] дней после подписания настоящего Соглашения прямо и/или косвенно не искать и не принимать других инвестиционных предложений, не вести переговоры и/или не заключать соглашения с третьими лицами в отношении продажи привилегированных акций класса А Компании. |
| <i>Право на профессиональную деятельность</i> | Стороны понимают, что некоторые или все Инвесторы могут являться игроками венчурного рынка, зарабатывающими на инвестировании в портфельные компании, некоторые из которых могут быть конкурентами Компании. Инвесторы вправе осуществлять инвестиционную деятельность в отношении конкурентов Компании и не несут ответственность в случае возникновения конфликта интересов или негативного влияния на Компанию. |
| <i>Уступка</i> | Каждый Инвестор вправе передать свои часть или все приобретенные им привилегированные акции класса А одному или нескольким Аффилированным лицам, при условии, что получатели акций письменно согласятся принять на себя права и обязанности по Окончательному соглашению. |
| <i>Расходы на брокеров и других посредников</i> | Компания и Инвесторы возместят друг другу расходы на оплату услуг брокеров и иных посредников, за которые несут ответственность. |
| <i>Единые договоренности</i> | Настоящее Соглашение содержит последние актуальные договоренности Сторон о предстоящей сделке, и все предшествующие устные и письменные заявления и гарантии аннулируются после его подписания. |
| <i>Применимое право</i> | Положения настоящего Соглашения закреплены и толкуются в соответствии с законодательством [государство, выбранное Сторонами]. |
| <i>Юрисдикция</i> | Все споры и разногласия, возникшие в отношении положений настоящего Соглашения, должны решаться путем переговоров между Сторонами. В случае невозможности достижения Сторонами согласия мирным путем все спорные вопросы должны разрешаться в [_____] суде города [_____]. |
| <i>Отсутствие обязательств</i> | За исключением содержащихся в настоящем Соглашении положений «Применимое право», «Эксклюзивность», «Соглашение о соблюдении конфиденциальности» и «Компенсация расходов», которые являются юридически обязывающими при исполнении настоящего Соглашения, все |

остальные положения никаких юридически обязывающих обязательств для Сторон не создают до тех пор, пока Окончательное соглашение не будет подписано Сторонами.

Пример 2.

СОГЛАШЕНИЕ ОБ ОСНОВНЫХ УСЛОВИЯХ СДЕЛКИ⁶
(типовая структура рекомендованная РВК)

Настоящий шаблонный документ содержит типовую структуру Соглашения об основных условиях сделки (termsheet), широко используемого в практике структурирования сделок по венчурному инвестированию. Шаблон документа определяет ключевые элементы сделки, которые могут отражать возможные договоренности сторон.

В настоящем Соглашении об основных условиях сделки (далее — Соглашение)

Сторона «1»

Сторона «2»

Сторона «п», вместе именуемые Стороны, договорились об основных условиях инвестирования в компанию «[_____]», зарегистрированную [дата, орган] (далее – «Компания»), путем [покупки ценных бумаг / долей в уставном капитале] Компании на указанных ниже условиях:

1. Основные условия

Действующие участники
компании (Ключевые участники)

*Участник № 1: [кол-во долей], [__]% от общего размера
уставного капитала.*

*Участник № 2: [кол-во долей],[__]% от общего размера
уставного капитала Компании.*

Форма инвестирования (ценные
бумаги / доли / займ)

⁶РВК

Инвесторы (новые участники компании)

Инвестор № 1: [_____] руб.

Инвестор № n: [_____] руб.

Общая сумма инвестиций

Ценные бумаги / акции / доли в уставном капитале (количество)

Цена за акцию / долю в уставном капитале

До- /пост- инвестиционная оценка компании

Инвестиции будут осуществлены в Компанию, доинвестиционная стоимость которой составляет _____ [_____] рублей.

После инвестиций доля Инвестора № 1 в капитале Компании составит _____%, а пост-инвестиционная стоимость – _____ (_____) рублей.

После инвестиций доля Инвестора № n в капитале Компании составит _____%, а пост-инвестиционная стоимость – _____ (_____) рублей.

До- и пост- инвестиционная структура уставного капитала Компании представлена в Приложении №1 к настоящему Соглашению.

Транши

Инвестиции в компанию производятся траншами:

- первый транш - _____ (_____) рублей или _____% от заявленного объема инвестиций, инвестируется по достижении указанных в Приложении [_____] целей и контрольных показателей, а также в соответствии с графиком потребления денежных средств, указанных в Приложении [_____]

- второй транш – _____ (_____) рублей или _____% от заявленного объема инвестиций, инвестируется по достижении указанных в Приложении [_____] целей и контрольных показателей, а также в соответствии с _____, указанными в Приложении [_____]

Назначение инвестиций

2. Структура капитала до и после закрытия сделки

| | Доинвестирования | | Послеинвестирования | |
|------------|-----------------------------|---|-----------------------------|---|
| | Количество акций / долей | % | Количество акций / долей | % |
| Участник-1 | | | | |
| Участник-2 | | | | |
| Инвестор-1 | | | | |
| Инвестор-n | | | | |

3. Условия закрытия

Условия, предшествующие закрытию
сделки

(Условия предоставления
инвестиций)

Обязательство Ключевых участников

Вопросы, требующие согласия
Инвесторов

Ожидаемые сроки закрытия сделки

Расходы на закрытие сделки

Консультанты / советники

Условия возмещения затрат инвесторов на проведение сделки

Условие об обязательстве Компании возместить инвесторам расходы на проведение процедуры Тщательной проверки и разработку транзакционных документов.

Недопущение конкуренции

4. События после закрытия

Цели и контрольные показатели

Приложение [] содержит запланированные цели, по достижению которых будут осуществлены последующие инвестиционные транши.

5. Права, предпочтения, привилегии и ограничения

Преимущественные права

Размыв акций / долей

Защита прав миноритарного участника

Праваотчуждения / права последующей продажи

(Tag-along / dragalongprovisions)

Выплата дивидендов

Цена конвертирования

Положения о неразводнении

Привилегии при ликвидации

Реорганизация компании

Ограничения (защитные положения /
запрет продажи)

Права на пропорциональное участие
в будущих раундах инвестиций

Соглашение о соблюдении
конфиденциальности

Иные условия

6. Корпоративная структура управления

Права на управление компанией

Органы управления (Единоличный
исполнительный орган / Совет
директоров)

Права в отношении голосования

Отчетность и права на получение
информации

Право на проверку / контроль

Опционные соглашения и программы
долгосрочного вознаграждения
ключевых работников

Страхование ключевых лиц

Иные условия

7. Прочие условия Соглашения

Срок действия соглашения

Эксклюзивность

Preliminary Note

This term sheet maps to the NVCA Model Documents, and for convenience the provisions are grouped according to the particular Model Document in which they may be found. Although this term sheet is perhaps somewhat longer than a "typical" VC Term Sheet, the aim is to provide a level of detail that makes the term sheet useful as both a road map for the document drafters and as a reference source for the business people to quickly find deal terms without the necessity of having to consult the legal documents (assuming of course there have been no changes to the material deal terms prior to execution of the final documents).

TERM SHEET
FOR SERIES A PREFERRED STOCK FINANCING OF
[INSERT COMPANY NAME], INC.
[__, 20__]

This Term Sheet summarizes the principal terms of the Series A Preferred Stock Financing of [_____] , Inc., a [Delaware] corporation (the “**Company**”). In consideration of the time and expense devoted and to be devoted by the Investors with respect to this investment, the No Shop/Confidentiality [and Counsel and Expenses] provisions of this Term Sheet shall be binding obligations of the Company whether or not the financing is consummated. No other legally binding obligations will be created until definitive agreements are executed and delivered by all parties. This Term Sheet is not a commitment to invest, and is conditioned on the completion of due diligence, legal review and documentation that is satisfactory to the Investors. This Term Sheet shall be governed in all respects by the laws of [_____] the].⁷

Offering Terms

Closing Date: As soon as practicable following the Company’s acceptance of this Term Sheet and satisfaction of the Conditions to Closing (the “**Closing**”). [provide for multiple closings if applicable]

Investors: Investor No. 1: [_____] shares ([_]%), \$[_____] Investor No. 2: [_____] shares ([_]%), \$[_____] [as well other investors mutually agreed upon by Investors and the Company]

Amount Raised: \$[_____] , [including \$[_____] from the conversion of principal [and interest] on bridge notes].⁸

Price Per Share: \$[_____] per share (based on the capitalization of the Company set forth below) (the “**Original Purchase Price**”).

Pre-Money Valuation: The Original Purchase Price is based upon a fully-diluted pre-money valuation of \$[_____] and a fully-diluted post-money valuation of \$ [_____] (including an employee pool representing [_] % of the

⁷The choice of law governing a term sheet can be important because in some jurisdictions a term sheet that expressly states that it is nonbinding may nonetheless create an enforceable obligation to negotiate the terms set forth in the term sheet in good faith. Compare *SIGA Techs., Inc. v. PharmAthene, Inc.*, Case No. C.A. 2627 (Del. Supreme Court May 24, 2013) (holding that where parties agreed to negotiate in good faith in accordance with a term sheet, that obligation was enforceable notwithstanding the fact that the term sheet itself was not signed and contained a footer on each page stating “Non-Binding Terms”); *EQT Infrastructure Ltd. v. Smith*, 861 F. Supp. 2d 220 (S.D.N.Y. 2012); *Stanford Hotels Corp. v. Potomac Creek Assocs., L.P.*, 18 A.3d 725 (D.C. App. 2011)with *Rosenfield v. United States Trust Co.*, 5 N.E. 323, 326 (Mass. 1935) (“An agreement to reach an agreement is a contradiction in terms and imposes no obligation on the parties thereo.”); *Martin v. Martin*, 326 S.W.3d 741 (Tex. App. 2010); *Va. Power Energy Mktg. v. EQT Energy, LLC*, 2012 WL 2905110 (E.D. Va. July 16, 2012). As such, because a “nonbinding” term sheet governed by the law of a jurisdiction such as Delaware, New York or the District of Columbia may in fact create an enforceable obligation to negotiate in good faith to come to agreement on the terms set forth in the term sheet, parties should give consideration to the choice of law selected to govern the term sheet.

⁸Modify this provision to account for staged investments or investments dependent on the achievement of milestones by the Company.

Capitalization: fully-diluted post-money capitalization).
The Company's capital structure before and after the Closing is set forth on Exhibit A.

CHARTER⁹

Dividends: [Alternative 1: Dividends will be paid on the Series A Preferred on an as-converted basis when, as, and if paid on the Common Stock]
[Alternative 2: The Series A Preferred will carry an annual []% cumulative dividend [payable upon a liquidation or redemption]. For any other dividends or distributions, participation with Common Stock on an as-converted basis.]¹⁰
[Alternative 3: Non-cumulative dividends will be paid on the Series A Preferred in an amount equal to \$[] per share of Series A Preferred when and if declared by the Board.]

Liquidation Preference: In the event of any liquidation, dissolution or winding up of the Company, the proceeds shall be paid as follows:
[Alternative 1 (non-participating Preferred Stock): First pay [one] times the Original Purchase Price [plus accrued dividends] [plus declared and unpaid dividends] on each share of Series A Preferred (or, if greater, the amount that the Series A Preferred would receive on an as-converted basis). The balance of any proceeds shall be distributed pro rata holders of Common Stock.]
[Alternative 2 (full participating Preferred Stock): First pay [one] times the Original Purchase Price [plus accrued dividends] [plus declared and unpaid dividends] on each share of Series A Preferred. Thereafter, the Series A Preferred participates with the Common Stock pro rata on an as-converted basis.]
[Alternative 3 (cap on Preferred Stock participation rights): First pay [one] times the Original Purchase Price [plus accrued dividends] [plus declared and unpaid dividends] on each share of Series A Preferred. Thereafter, Series A Preferred participates with Common Stock pro rata on an as-converted basis until the holders of Series A Preferred receive an aggregate of [] times the Original Purchase Price (including the amount paid pursuant to the preceding sentence).]

⁹The Charter (Certificate of Incorporation) is a public document, filed with the Secretary of State of the state in which the company is incorporated, that establishes all of the rights, preferences, privileges and restrictions of the Preferred Stock.

¹⁰In some cases, accrued and unpaid dividends are payable on conversion as well as upon a liquidation event. Most typically, however, dividends are not paid if the preferred is converted. Another alternative is to give the Company the option to pay accrued and unpaid dividends in cash or in common shares valued at fair market value. The latter are referred to as "PIK" (payment-in-kind) dividends.

A merger or consolidation (other than one in which stockholders of the Company own a majority by voting power of the outstanding shares of the surviving or acquiring corporation) and a sale, lease, transfer, exclusive license or other disposition of all or substantially all of the assets of the Company will be treated as a liquidation event (a “**Deemed Liquidation Event**”), thereby triggering payment of the liquidation preferences described above [unless the holders of []% of the Series A Preferred elect otherwise]. [The Investors' entitlement to their liquidation preference shall not be abrogated or diminished in the event part of the consideration is subject to escrow in connection with a Deemed Liquidation Event.]¹¹

Voting Rights:

The Series A Preferred shall vote together with the Common Stock on an as-converted basis, and not as a separate class, except (i) **[so long as [insert fixed number, or %, or “any”] shares of Series A Preferred are outstanding,]** the Series A Preferred as a class shall be entitled to elect [] [()] members of the Board (the “**Series A Directors**”), and (ii) as required by law. The Company's Certificate of Incorporation will provide that the number of authorized shares of Common Stock may be increased or decreased with the approval of a majority of the Preferred and Common Stock, voting together as a single class, and without a separate class vote by the Common Stock.¹²

Protective Provisions:

[So long as [insert fixed number, or %, or “any”] shares of Series A Preferred are outstanding,] **in addition to any other vote or approval required under the Company's Charter or Bylaws,** the Company will not, without the written consent of the holders of at least []% of the Company's Series A Preferred, either directly or by amendment, merger, consolidation, or otherwise:

- (i) liquidate, dissolve or wind-up the affairs of the Company, or effect any merger or consolidation or any other Deemed Liquidation Event;
- (ii) amend, alter, or repeal any provision of the Certificate of Incorporation or Bylaws [in a manner adverse to the Series A Preferred];¹³
- (iii) create or authorize the creation of or issue any other security convertible into or exercisable for any equity security, having rights, preferences or privileges

¹¹See Subsection 2.3.4 of the Model Certificate of Incorporation and the detailed explanation in related footnote 25.

¹²For corporations incorporated in California, one cannot “opt out” of the statutory requirement of a separate class vote by Common Stockholders to authorize shares of Common Stock. The purpose of this provision is to “opt out” of DGL 242(b)(2).

¹³Note that as a matter of background law, Section 242(b)(2) of the Delaware General Corporation Law provides that if any proposed charter amendment would adversely alter the rights, preferences and powers of one series of Preferred Stock, but not similarly adversely alter the entire class of all Preferred Stock, then the holders of that series are entitled to a separate series vote on the amendment.

senior too on parity with the Series A Preferred, or increase the authorized number of shares of Series A Preferred; (iv) purchase or redeem or pay any dividend on any capital stock prior to the Series A Preferred, [other than stock repurchased from former employees or consultants in connection with the cessation of their employment/services, at the lower of fair market value or cost;] [other than as approved by the Board, including the approval of [_____] Series A Director(s)]; or (v) create or authorize the creation of any debt security [if the Company’s aggregate indebtedness would exceed \$[_____] [other than equipment leases or bank lines of credit]] [unless such debt security has received the prior approval of the Board of Directors, including the approval of [_____] Series A Director(s)]; (vi) **create or hold capital stock in any subsidiary that is not a wholly-owned subsidiary or dispose of any subsidiary stock or all or substantially all of any subsidiary assets; [or (vii) increase or decrease the size of the Board of Directors].**¹⁴

Optional Conversion:

The Series A Preferred initially converts 1:1 to Common Stock at any time at option of holder, subject to adjustments for stock dividends, splits, combinations and similar events and as described below under “Anti-dilution Provisions.”

Anti-dilution Provisions:

In the event that the Company issues additional securities at a purchase price less than the current Series A Preferred conversion price, such conversion price shall be adjusted in accordance with the following formula:

[*Alternative 1:* “Typical” weighted average:

$$CP_2 = CP_1 * (A+B) / (A+C)$$

CP₂ = Series A Conversion Price in effect immediately after new issue

CP₁ = Series A Conversion Price in effect immediately prior to new issue

A = Number of shares of Common Stock deemed to be outstanding immediately prior to new issue (includes all shares of outstanding common stock, all shares of outstanding preferred stock on an as-converted basis, and all outstanding options on an as-exercised basis; and does not include any convertible securities converting into this round of financing)¹⁵

¹⁴The board size provision may also be addressed in the Voting Agreement; see Section 1.1 of the Model Voting Agreement.

- B = Aggregate consideration received by the Corporation with respect to the new issue divided by CP₁
- C = Number of shares of stock issued in the subject transaction]

[Alternative 2: Full-ratchet – the conversion price will be reduced to the price at which the new shares are issued.]

[Alternative 3: No price-based anti-dilution protection.]

The following issuances shall not trigger anti-dilution adjustment:¹⁶

- (i) securities issuable upon conversion of any of the Series A Preferred, or as a dividend or distribution on the Series A Preferred; (ii) securities issued upon the conversion of any debenture, warrant, option, or other convertible security; (iii) Common Stock issuable upon a stock split, stock dividend, or any subdivision of shares of Common Stock; and (iv) shares of Common Stock (or options to purchase such shares of Common Stock) issued or issuable to employees or directors of, or consultants to, the Company pursuant to any plan approved by the Company's Board of Directors [including at least [_____] Series A Director(s)].

Mandatory Conversion:

Each share of Series A Preferred will automatically be converted into Common Stock at the then applicable conversion rate in the event of the closing of a [firm commitment] underwritten public offering with a price of [_____]times the Original Purchase Price (subject to adjustments for stock dividends, splits, combinations and similar events) and [net/gross] proceeds to the Company of not less than \$[_____] (a "QPO"), or (ii) upon the written consent of the holders of [_____] % of the Series A Preferred.¹⁷

[Pay-to-Play:

[Unless the holders of [_____] % of the Series A elect otherwise,] on any subsequent [down] round all [Major] Investors are required to purchase their pro rata share of the securities set aside by the Board for purchase by the [Major] Investors. All shares of Series A Preferred¹⁸ of any [Major] Investor failing to do so will automatically [lose anti-dilution rights] [lose right to participate in future rounds] [convert to Common Stock and lose the right to a Board seat if applicable].¹⁹

¹⁵The "broadest" base would include shares reserved in the option pool.

¹⁶Note that additional exclusions are frequently negotiated, such as issuances in connection with equipment leasing and commercial borrowing. See Subsections 4.4.1(d)(v)-(viii) of the Model Certificate of Incorporation for additional exclusions.

¹⁷The per share test ensures that the investor achieves a significant return on investment before the Company can go public. Also consider allowing a non-QPO to become a QPO if an adjustment is made to the Conversion Price for the benefit of the investor, so that the investor does not have the power to block a public offering.

¹⁸Alternatively, this provision could apply on a proportionate basis (e.g., if Investor plays for ½ of pro rata share, receives ½ of anti-dilution adjustment).

*Redemption Rights:*²⁰

Unless prohibited by Delaware law governing distributions to stockholders, the Series A Preferred shall be redeemable at the option of holders of at least []% of the Series A Preferred commencing any time after [] at a price equal to the Original Purchase Price [plus all accrued but unpaid dividends]. Redemption shall occur in three equal annual portions. Upon a redemption request from the holders of the required percentage of the Series A Preferred, all Series A Preferred shares shall be redeemed [(except for any Series A holders who affirmatively opt-out)].²¹

STOCK PURCHASE AGREEMENT

Representations and Warranties:

Standard representations and warranties by the Company. [Representations and warranties by Founders regarding technology ownership, etc.].²²

Conditions to Closing:

Standard conditions to Closing, which shall include, among other things, satisfactory completion of financial and legal due diligence, qualification of the shares under applicable Blue Sky laws, the filing of a Certificate of Incorporation establishing the rights and preferences of the Series A Preferred, and an opinion of counsel to the Company.

Counsel and Expenses:

[Investor/Company] counsel to draft Closing documents. Company to pay all legal and administrative costs of the financing [at

¹⁹If the punishment for failure to participate is losing some but not all rights of the Preferred (e.g., anything other than a forced conversion to common), the Certificate of Incorporation will need to have so-called “blank check preferred” provisions at least to the extent necessary to enable the Board to issue a “shadow” class of preferred with diminished rights in the event an investor fails to participate. Because these provisions flow through the charter, an alternative Model Certificate of Incorporation with “pay-to-play lite” provisions (e.g., shadow Preferred) has been posted. As a drafting matter, it is far easier to simply have (some or all of) the preferred convert to common.

²⁰Redemption rights allow Investors to force the Company to redeem their shares at cost (and sometimes investors may also request a small guaranteed rate of return, in the form of a dividend). In practice, redemption rights are not often used; however, they do provide a form of exit and some possible leverage over the Company. While it is possible that the right to receive dividends on redemption could give rise to a Code Section 305 “deemed dividend” problem, many tax practitioners take the view that if the liquidation preference provisions in the Charter are drafted to provide that, on conversion, the holder receives the greater of its liquidation preference or its as-converted amount (as provided in the Model Certificate of Incorporation), then there is no Section 305 issue.

²¹Due to statutory restrictions, the Company may not be legally permitted to redeem in the very circumstances where investors most want it (the so-called “sideways situation”). Accordingly, and particularly in light of the Delaware Chancery Court’s ruling in *Thoughtworks* (see discussion in Model Charter), investors may seek enforcement provisions to give their redemption rights more teeth - e.g., the holders of a majority of the Series A Preferred shall be entitled to elect a majority of the Company’s Board of Directors, or shall have consent rights on Company cash expenditures, until such amounts are paid in full.

²² Founders’ representations are controversial and may elicit significant resistance as they are found in a minority of venture deals. They are more likely to appear if Founders are receiving liquidity from the transaction, or if there is heightened concern over intellectual property (e.g., the Company is a spin-out from an academic institution or the Founder was formerly with another company whose business could be deemed competitive with the Company), or in international deals. Founders’ representations are even less common in subsequent rounds, where risk is viewed as significantly diminished and fairly shared by the investors, rather than being disproportionately borne by the Founders. A sample set of Founders Representations is attached as an Addendum at the end of the Model Stock Purchase Agreement.

Closing], including reasonable fees (not to exceed \$[____]) and expenses of Investor counsel[, unless the transaction is not completed because the Investors withdraw their commitment without cause].²³

Company Counsel: [

]

Investor Counsel: [

]

INVESTORS' RIGHTS AGREEMENT

Registration Rights:

Registrable Securities: All shares of Common Stock issuable upon conversion of the Series A Preferred [and {any other Common Stock held by the Investors}] will be deemed "**Registrable Securities**."²⁴

Demand Registration: Upon earliest of (i) [three-five] years after the Closing; or (ii) [six] months²⁵ following an initial public offering ("**IPO**"), persons holding [__]% of the Registrable Securities may request [one][two] (consummated) registrations by the Company of their shares. The aggregate offering price for such registration may not be less than \$[5-15] million. A registration will count for this purpose only if (i) all Registrable Securities requested to be registered are registered, and (ii) it is closed, or withdrawn at the request of the Investors (other than as a result of a material adverse change to the Company).

Registration on Form S-3: The holders of [10-30]% of the Registrable Securities will have the right to require the Company to register on Form S-3, if available for use by the Company, Registrable Securities for an aggregate offering price of at least \$[1-5] million. There will be no limit on the aggregate number of such Form S-3 registrations, provided that there are no more than [two] per year.

Piggyback Registration: The holders of Registrable Securities will be entitled to "piggyback" registration rights on all registration statements of the Company, subject to the right, however, of the Company and its underwriters to reduce the number of shares proposed to be registered to a minimum

²³The bracketed text should be deleted if this section is not designated in the introductory paragraph as one of the sections that is binding upon the Company regardless of whether the financing is consummated.

²⁴Note that Founders/management sometimes also seek limited registration rights.

²⁵The Company will want the percentage to be high enough so that a significant portion of the investor base is behind the demand. Companies will typically resist allowing a single investor to cause a registration. Experienced investors will want to ensure that less experienced investors do not have the right to cause a demand registration. In some cases, different series of Preferred Stock may request the right for that series to initiate a certain number of demand registrations. Companies will typically resist this due to the cost and diversion of management resources when multiple constituencies have this right.

of [20-30]% on a pro rata basis and to complete reduction on an IPO at the underwriter's discretion. In all events, the shares to be registered by holders of Registrable Securities will be reduced only after all other stockholders' shares are reduced.

Expenses:

The registration expenses (exclusive of stock transfer taxes, underwriting discounts and commissions) will be borne by the Company. The Company will also pay the reasonable fees and expenses[, not to exceed \$_____,] of one special counsel to represent all the participating stockholders.

Lock-up:

Investors shall agree in connection with the IPO, if requested by the managing underwriter, not to sell or transfer any shares of Common Stock of the Company [(including/excluding shares acquired in or following the IPO)] for a period of up to 180 days [plus up to an additional 18 days to the extent necessary to comply with applicable regulatory requirements]²⁶following the IPO (provided all directors and officers of the Company [and [1 – 5]% stockholders] agree to the same lock-up). [Such lock-up agreement shall provide that any discretionary waiver or termination of the restrictions of such agreements by the Company or representatives of the underwriters shall apply to Investors, pro rata, based on the number of shares held.

Termination:

Upon a Deemed Liquidation Event;[and/or] when all shares of an Investor are eligible to be sold without restriction under Rule 144 [and/or] the [_____] anniversary of the IPO.

No future registration rights may be granted without consent of the holders of a[majority] of the Registrable Securities unless subordinate to the Investor's rights.

Management and Information Rights:

A Management Rights letter from the Company, in a form reasonably acceptable to the Investors, will be delivered prior to Closing to each Investor that requests one.²⁷

Any [Major] Investor [(who is not a competitor)] will be granted access to Company facilities and personnel during normal business hours and with reasonable advance notification. The Company will deliver to such Major Investor (i) annual, quarterly, [and monthly] financial statements, and other information as determined by the Board; (ii) thirty days prior to the end of each fiscal year, a comprehensive operating budget forecasting the Company's revenues, expenses, and cash position on a month-to-month basis for the upcoming fiscal year; and (iii) promptly following the end of

²⁶See commentary in footnotes 23 and 24 of the Model Investors' Rights Agreement regarding possible extensions of lock-up period.

²⁷See commentary in introduction to Model Managements Rights Letter, explaining purpose of such letter.

each quarter an up-to-date capitalization table. A “Major Investor” means any Investor who purchases at least \$[_____] of Series A Preferred.

Right to Participate Pro Rata in Future Rounds:

All [Major] Investors shall have a pro rata right, based on their percentage equity ownership in the Company (assuming the conversion of all outstanding Preferred Stock into Common Stock and the exercise of all options outstanding under the Company’s stock plans), to participate in subsequent issuances of equity securities of the Company (excluding those issuances listed at the end of the “Anti-dilution Provisions” section of this Term Sheet. In addition, should any [Major] Investor choose not to purchase its full pro rata share, the remaining [Major] Investors shall have the right to purchase the remaining pro rata shares.

Matters Requiring Investor Director Approval:

[So long as the **holders of Series A Preferred are entitled to elect a Series A Director**, the Company will not, without Board approval, which approval must include the affirmative vote of [**one/both**] of the Series A Director(s):

- (i) make any loan or advance to, or own any stock or other securities of, any subsidiary or other corporation, partnership, or other entity unless it is wholly owned by the Company;
- (ii) make any loan or advance to any person, including, any employee or director, except advances and similar expenditures in the ordinary course of business or under the terms of a employee stock or option plan approved by the Board of Directors;
- (iii) guarantee; any indebtedness except for trade accounts of the Company or any subsidiary arising in the ordinary course of business;
- (iv) make any investment **inconsistent with any investment policy approved by the Board**;
- (v) incur any aggregate indebtedness in excess of \$[_____] that is not already included in a Board-approved budget, other than trade credit incurred in the ordinary course of business;
- (vi) enter into or be a party to any transaction with any director, officer or employee of the Company or any “associate” (as defined in Rule 12b-2 promulgated under the Exchange Act) of any such person [except transactions resulting in payments to or by the Company in an amount less than \$[60,000] per year], [or transactions made in the ordinary course of business and pursuant to reasonable requirements of the Company’s business and upon fair and reasonable terms that are approved by a majority of the Board of Directors];²⁸(vii) hire, fire, or change the compensation of the

²⁸Note that Section 402 of the Sarbanes-Oxley Act of 2003 would require repayment of any loans in full prior to the Company filing a registration statement for an IPO.

executive officers, including approving any option **grants**; (viii) change the principal business of the Company, enter new lines of business, or exit the current line of business; (ix) sell, **assign**, license, pledge or encumber **material** technology or intellectual property, other than licenses granted in the ordinary course of business; **or (x) enter into any corporate strategic relationship involving the payment contribution or assignment by the Company or to the Company of assets greater than [\$100,000.00].**

*Non-Competition and Non-Solicitation Agreements:*²⁹

Each Founder and key employee will enter into a [one] year non-competition and non-solicitation agreement in a form reasonably acceptable to the Investors.

Non-Disclosure and Developments Agreement:

Each current and former Founder, employee and consultant will enter into a non-disclosure and proprietary rights assignment agreement in a form reasonably acceptable to the Investors.

Board Matters:

[Each Board Committee shall include at least one Series A Director.]

The Board of Directors shall meet at least [monthly][quarterly], unless otherwise agreed by a vote of the majority of Directors.

The Company will bind D&O insurance with a carrier and in an amount satisfactory to the Board of Directors. Company to enter into Indemnification Agreement with each Series A Director [and affiliated funds] in form acceptable to such director. In the event the Company merges with another entity and is not the surviving corporation, or transfers all of its assets, proper provisions shall be made so that successors of the Company assume the Company's obligations with respect to indemnification of Directors.

Employee Stock Options:

All employee options to vest as follows: [25% after one year, with remaining vesting monthly over next 36 months].

[Immediately prior to the Series A Preferred Stock investment, [_____] shares will be added to the option pool creating an unallocated option pool of [_____] shares.]

Key Person Insurance:

Company to acquire life insurance on Founders [*name each Founder*] in an amount satisfactory to the Board. Proceeds payable to the Company.

²⁹Note that non-compete restrictions (other than in connection with the sale of a business) are prohibited in California, and may not be enforceable in other jurisdictions, as well. In addition, some investors do not require such agreements for fear that employees will request additional consideration in exchange for signing a Non-Compete/Non-Solicit (and indeed the agreement may arguably be invalid absent such additional consideration - although having an employee sign a non-compete contemporaneous with hiring constitutes adequate consideration in jurisdictions where non-competes are generally enforceable). Others take the view that it should be up to the Board on a case-by-case basis to determine whether any particular key employee is required to sign such an agreement. Non-competes typically have a one year duration, although state law may permit up to two years. Note also that some states may require that a *new* Non-Compete be signed where there is a material change in the employee's duties/salary/title.

RIGHT OF FIRST REFUSAL/CO-SALE AGREEMENT

*Right of First Refusal/
Right of Co-Sale (Take-Me-
Along):*

Company first and Investors second (to the extent assigned by the Board of Directors,) will have a right of first refusal with respect to any shares of capital stock of the Company proposed to be transferred by Founders [and future employees holding greater than [1]% of Company Common Stock (assuming conversion of Preferred Stock and whether then held or subject to the exercise of options)], with a right of oversubscription for Investors of shares unsubscribed by the other Investors. Before any such person may sell Common Stock, he will give the Investors an opportunity to participate in such sale on a basis proportionate to the amount of securities held by the seller and those held by the participating Investors.³⁰

VOTING AGREEMENT

Board of Directors:

At the initial Closing, the Board shall consist of [_____] members comprised of (i) [name] as [the representative designated by [____]], as the lead Investor, (ii) [name] as the representative designated by the remaining Investors, (iii) [name] as the representative designated by the Founders, (iv) the person then serving as the Chief Executive Officer of the Company, and (v) [____] person(s) who are not employed by the Company and who are mutually acceptable [to the Founders and Investors][to the other directors].

[Drag Along]:

Holders of Preferred Stock and the Founders [and all future holders of greater than [1]% of Common Stock (assuming conversion of Preferred Stock and whether then held or subject to the exercise of options)] shall be required to enter into an agreement with the Investors that provides that such stockholders will vote their shares in favor of a Deemed Liquidation Event or transaction in which 50% or more of the voting power of the Company is transferred and which is approved by [the Board of Directors] [and the holders of ____% of the outstanding shares of Preferred Stock, on an as-converted basis (the “**Electing Holders**”)], so long as the liability of each stockholder in such transaction is several (and not joint) and does not exceed the stockholder's pro rata portion of any claim and the consideration to be paid to the stockholders in such transaction will be allocated as if the consideration were the proceeds to be distributed to the Company's stockholders in a liquidation under the Company's then-current Certificate of Incorporation.]³¹

³⁰Certain exceptions are typically negotiated, e.g., estate planning or *de minimis* transfers. Investors may also seek ROFR rights with respect to transfers by investors, in order to be able to have some control over the composition of the investor group.

³¹See Subsection 3.3 of the Model Voting Agreement for a more detailed list of conditions that must be satisfied in order for the drag-along to be invoked.

[*Sale Rights:* Upon written notice to the Company from the Electing Holders, the Company shall initiate a process intended to result in a sale of the Company.]³²

OTHER MATTERS

[*Founders' Stock:* All Founders to own stock outright subject to Company right to buyback at cost. Buyback right for []% for first [12 months] after Closing; thereafter, right lapses in equal [monthly] increments over following [] months.

[*Existing Preferred Stock:*³³ The terms set forth above for the Series [] Preferred Stock are subject to a review of the rights, preferences and restrictions for the existing Preferred Stock. Any changes necessary to conform the existing Preferred Stock to this term sheet will be made at the Closing.]

[*No Shop/Confidentiality:* The Company agrees to work in good faith expeditiously towards a closing. The Company and the Founders agree that they will not, for a period of [] weeks from the date these terms are accepted, take any action to solicit, initiate, encourage or assist the submission of any proposal, negotiation or offer from any person or entity other than the Investors relating to the sale or issuance, of any of the capital stock of the Company [or the acquisition, sale, lease, license or other disposition of the Company or any material part of the stock or assets of the Company] and shall notify the Investors promptly of any inquiries by any third parties in regards to the foregoing. [In the event that the Company breaches this no-shop obligation and, prior to [], closes any of the above-referenced transactions [without providing the Investors the opportunity to invest on the same terms as the other parties to such transaction], then the Company shall pay to the Investors \$ [] upon the closing of any such transaction as liquidated damages.]³⁴ The Company will not disclose the terms of this Term Sheet to any person other than officers, members of the Board of Directors and the Company's accountants and attorneys and other potential Investors acceptable to [], as lead Investor, without the written consent of the Investors.

[*Expiration:* This Term Sheet expires on [], 20 [] if not accepted by the Company by that date.

EXECUTED THIS [] DAY OF [], 20[].

³²See Addendum to Model Voting Agreement

³³Necessary only if this is a later round of financing, and not the initial Series A round.

³⁴It is unusual to provide for such "break-up" fees in connection with a venture capital financing, but might be something to consider where there is a substantial possibility the Company may be sold prior to consummation of the financing (e.g., a later stage deal).

[SIGNATURE BLOCKS]

EXHIBIT A

Pre and Post-Financing Capitalization

| Security | Pre-Financing | | Post-Financing | |
|------------------------------|---------------|---|----------------|---|
| | # ofShares | % | # ofShares | % |
| Common – Founders | | | | |
| Common – Employee Stock Pool | | | | |
| Issued | | | | |
| Unissued | | | | |
| [Common – Warrants] | | | | |
| Series A Preferred | | | | |
| Total | | | | |

11. Приложение 2 – Примеры расчета таблиц капитализации и изменения долей участников сделки при новых раундах.

Таблица 1. Пример таблицы капитализации для Компании Z.

Capitalization Table — Company Z, Inc.
Current as of June 1, 2011

| Shareholders | | Common | | | | Options (Common Shares) | | | Company Ownership | | | |
|------------------------------------|--------------------------|---------------------|----------|---------|------|-------------------------|-------------|-----------|-------------------|------|----------------------|------|
| Name | Role | Date ⁽¹⁾ | Capital | Shares | % | Issue Date | Outstanding | Exercised | Current Shares | % | Fully Diluted Shares | % |
| Founder A | Chairman, CEO | 3/24/09 | \$42,900 | 260,000 | 50% | | | | 260,000 | 48% | 260,000 | 26% |
| Founder B | Director | 3/24/09 | \$42,900 | 260,000 | 50% | | | | 260,000 | 48% | 260,000 | 26% |
| Person A ⁽²⁾ | VP Business Development | | | | | 9/14/09 | 100,000 | - | - | - | 100,000 | 10% |
| Person B ⁽²⁾ | Interim CTO | | | | | 7/26/10 | 100,000 | - | - | - | 100,000 | 10% |
| Person C ⁽²⁾ | Creative Director | | | | | 7/26/10 | 100,000 | - | - | - | 100,000 | 10% |
| Person D ⁽²⁾ | VP Marketing, acting CFO | | | | | 7/26/10 | 100,000 | - | - | - | 100,000 | 10% |
| Person E ⁽³⁾ | In-House counsel | | | | | 3/28/11 | 12,500 | 17,500 | 17,500 | 3% | 30,000 | 3% |
| Option Pool (employees, directors) | | | | | | - | 50,000 | - | - | - | 50,000 | 5% |
| | | Share Totals | | 520,000 | 100% | | 462,500 | | 537,500 | 100% | 1,000,000 | 100% |
| | | Share Price | \$0.165 | | | | \$0.165 | | | | | |
| | | TOTAL Capital | \$85,800 | | | | | | | | | |

(1) Company Z was formed as a Delaware LLC on 3/24/09, converted to an S-Corp on 4/2/09 and to a C-Corp on 4/19/2011

(2) Non-qualified Stock Option (NSO) program. Vesting is ratable monthly over four years following a first full year Cliff (see 2010 Stock Option Agreement)

(3) Restricted Stock Grant awarded of 30,000 shares at \$0.165 per share to Person E for legal services. Vests monthly for 12 months beginning 11/1/2010

Таблица 2. Рост стоимости компании и размывание доли инвесторов в ходе нескольких раундов финансирования (венчурный фонд Versant)

| Элементы стоимости компании | 1 раунд, млн \$ | 2 раунд, млн \$ | 3 раунд, млн \$ | ИПО, млн \$ |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-------------|
| Доинвестиционная стоимость | 5 | 30 | 90 | 250 |
| Размер инвестиций | 10 | 15 | 25 | 50 |
| Послеинвестиционная стоимость | 15 | 45 | 115 | 300 |
| Инвестиции венчурного фонда Versant | 5 | 10 | 20 | 43 |
| Доля капитала у венчурного фонда Versant, % | 33 | 22 | 17 | 14 |

Таблица 3. Защита от размывания при раундах с понижением цены акций

| Акционеры | Вид акций | Количество акций, млн | Инвестиции, млн \$ | Цена за акцию, \$ | Процент в капитале компании |
|--|----------------------------------|-----------------------|--------------------|-------------------|--|
| Основатели | Обыкновенные | 6 | 0,05 | 0,0083 | 60% |
| Инвестор, серия «А» | Привилегированные конвертируемые | 4 | 2 | 0,50 | 40% |
| Дополнительный раунд финансирования по цене \$0,10 за акцию | | | | | |
| Инвестор, серия «В» | Привилегированные конвертируемые | 10 | 1 | 0,10 | |
| Защита привилегированных акций серии «А» по методу «полного хранилища» | | | | | |
| Инвестор, серия «А» | Привилегированные конвертируемые | 20 | 2 | 0,10 | Основатели — 17% серия «А» — 56% серия «В» — 28% |
| Защита привилегированных акций серии «А» по методу взвешенного среднего | | | | | |
| Инвестор, серия «А» | Привилегированные конвертируемые | 6,666667 | 2 | 0,30 | Основатели — 26% серия «А» — 29% серия «В» — 44% |

12. Приложение 3 – Типовые вопросы проведения Legal DD

Legal DD/ Правовой ДД

1. Corporate issues/ Корпоративные аспекты

- Organization chart of the company and any affiliated entities, including a list of jurisdictions /*Организационная структура компании аффилированных лиц, включая перечень юрисдикций.*
- Incorporation documents (by-laws) /*Учредительные документы.*
- Minutes from meetings of the Board of Directors/ *Протоколы заседаний Совета директоров*
- Any documents affecting the right of any shareholder to freely sell the shares of the company/ *Документы, каким-либо образом ограничивающие права акционеров касательно купли-продажи акций*

2. Intellectual Property / Интеллектуальная собственность

- A list and brief summary description of all Intellectual Property owned by the company and/or the subject of a pending application or subsisting registration or patent /*Перечень и краткое описание объектов интеллектуальной собственности, принадлежащих компании, включая поданные заявки, зарегистрированные права и выданные патенты.*
- Copies of all correspondence with any third party who has alleged infringement by the company of said third parties' rights under patents, trademarks, copyrights, trade secrets and/or unfair competition/ *Копии переписки с третьими лицами о предполагаемом нарушении компанией прав третьих лиц в отношении патентов, товарных знаков, авторских прав, секретов производства и/или вследствие недобросовестной конкуренции.*
- Copies of any legal opinions provided by counsel for the company relating to infringement, validity, right to use or clearance searches on patents, trademarks and copyrights / *Копии правовых заключений юристов в отношении нарушения прав и законности использования патентов, товарных знаков и авторских прав.*
- Any royalty schedules/ *Графики лицензионных платежей.*

3. Contracts / Договоры

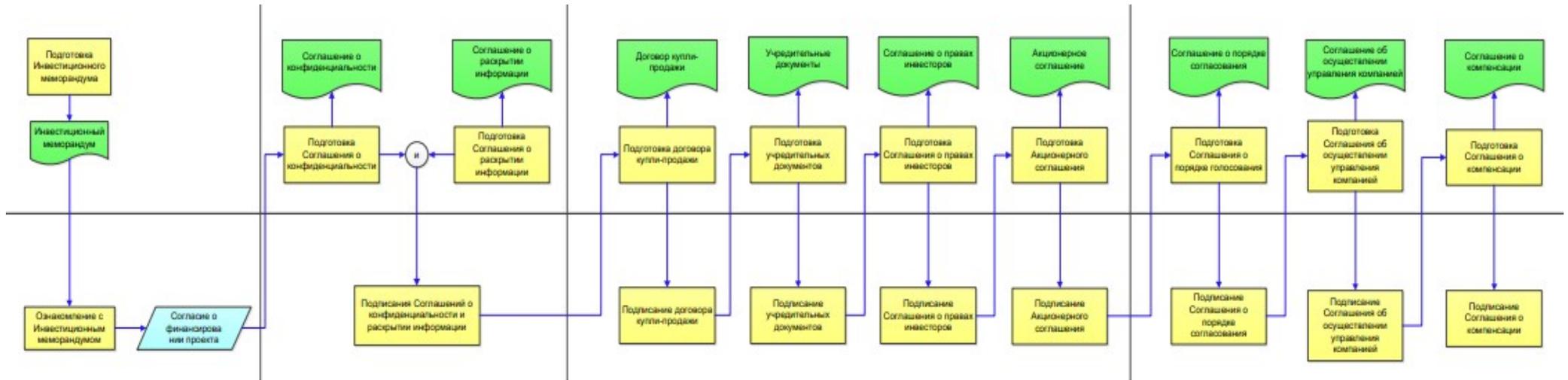
- Copies of any contracts relating to (if applicable) / *Копии следующих договоров (если применимо):*
 - Franchising agreements/ *Договоры фрэнчайзинга;*
 - Sales agency, dealer and distribution arrangements/ *Агентские соглашения, договоры поручения и комиссии;*
 - Software contracts and data-processing contracts /*Договоры на программное обеспечение и обработку данных;*
 - Maintenance agreements /*Договоры на обслуживание;*
 - Partnership or joint venture agreements/ *Соглашения о создании совместного предприятия или партнерства;*
 - Contracts relating to capital expenditures/ *Договоры в отношении основных расходов компании;*

- Non-competition and other restrictions on the business / *Договоры, ограничивающие конкуренцию и налагающие иные ограничения на ведение бизнеса;*
- Other contracts involving payments or receipts in excess of \$10,000 per annum and which can not be terminated on less than 60 days notice / *Иные договоры, регулирующие крупные сделки, превышающие \$10,000, расторжение которых требует предварительного уведомления другой стороны более, чем за 60 дней.*
- Any other documents relating to arrangements between company and its affiliates/ *Иные документы, касающиеся договоренностей между компанией и ее аффилированными лицами.*

4. **Litigation/ Судопроизводство**

- A list of all pending or threatened litigation, arbitration and investigations relating to company/ *Список всех возможных, а также актуальных судебных споров и расследований в отношении компании.*
- Copies of any consent decrees, judgments, etc. under which there are continuing or contingent obligations affecting company and its business or properties/ *Копии всех мировых соглашений, судебных решений и прочих документов, накладывающих на компанию обязательства, включая осуществляемую деятельность и активы.*

13. Приложение 4 – Процесс оформления венчурной сделки



14. Приложение 5 – Интервью экспертов

Иван Иванович Родионов, профессор НИУ ВШЭ

1. Какие формы структурирования сделок Вы используете в своих фондах или можете порекомендовать?

Все зависит от юрисдикции места формы регистрации – «как у всех» (за границей) и «не совсем нормальная» (в России). В России, несмотря на постоянно ведущиеся улучшения, законодательство пока еще не работает. В российском законодательстве нельзя осуществлять инвестиции через комбинацию notes & warrants, сложно реализовать tag along, drag along, right of first refusal, anti-dilution rights. Хотя по новому закону об акционерных соглашениях эти условия можно записать, но потребуется регистрация ОАО, а в судах защита этих условий не проходит в силу отсутствия прецедентов.

В западных юрисдикциях основные особенности сделок – механизм note+warrant (когда инвестор получает варрант и может оплатить через note), право вето на сделку с акциями компании, право вето на бюджет (когда инвестор может заблокировать действия предпринимателя), tag along, drag along и т.п.

2. Насколько реально реализовать для российских сделок такие сложные формы соглашения, как anti-dilution, tagalong, dragalong?

По российскому законодательству это возможно только для ОАО и в случае соглашения акционеров, но пока не накоплено прецедентов защиты, то отстоять эти положения – проблематично. В контексте ООО данные условия выполнить можно, но тогда придется при каждом изменении переписывать и перерегистрировать устав, что трудозатратно.

3. На российском рынке часто встречается такая ситуация когда инвесторы берут контроль в компании. Как предпринимателю действовать в такой ситуации? Правильна ли такая практика, стоит ли соглашаться на подобные условия инвестирования?

Практика взятия **операционного контроля** (когда контролирующий акционер имеет решающий голос по широкому спектру вопросов) неправильна – у компании должен быть лидер, ответственный за операционный менеджмент, мотивированный на рост стоимости (инвестор платит за это до 25% от стоимости компании), и это, по логике вещей, сам предприниматель. В противном случае вся ответственность падет на инвестора и предприниматель будет демотивирован.

В случае большого объема требующихся разовых инвестиций случается ситуация, когда доля инвестора в уставном капитале компании значительно больше 50%. В этом случае, в западном праве заключают соглашение, которое операционный контроль передается основателю, основная доля в уставном капитале – у инвестора. И по мере роста стоимости компании происходит перераспределение долей в пользу основателя.

Тут следует отметить еще один случай. Иногда, при невозможности выгодно продать компанию основатель делать этого не хочет, а для фонда это жизненно необходимо - заканчивается срок жизни. Во избежание этого, в российской практике ряд фондов берет контроль, и в акционерном соглашении (компания в

этом случае регистрируется в западной юрисдикции) прописывается, что фонд не вмешивается в операционную деятельность компаний, но может инициировать «выход» по своей воле. Именно так делает Barring.

Но в российской юрисдикции ввиду неотлаженных акционерных соглашений, нужно понимать, что контрольный пакет пока еще означает **операционный контроль**.

4. Какие инструменты стратегического контроля и участия инвестора в управлении являются реально работающими в России?

Прежде всего, это участие в Совете Директоров. В западном праве, согласно фидуциарной ответственности, фонд просто обязан «сидеть» в борде проинвестированных компаний, и полномочия Совета директоров можно прописать в соответствии с договоренностями сторон, и они будут иметь высшую юридическую силу. В России же в рамках ОАО полномочия Совета Директоров четко прописаны Законе об акционерных обществах, и не могут быть расширены и даже если есть договор при конфликте главенствовать будет закон.

5. Какие юрисдикции наиболее часто используются российскими инвесторами для структурирования венчурных сделок? Какая из них, на Ваш взгляд, самая удобная?

Самые удобные юрисдикции – те, что находятся в системе англо-американского права. В тонкостях, английское право даже лучше чем американское. Важнейшим параметром выбора места регистрации также является налог на прирост капитала (capital gain).

6. Каковы наиболее частые конфликты предпринимателей и инвесторов? Как они разрешаются?

Наиболее часты три конфликта:

- Разночтения по поводу выбора дальнейшего пути развития компании и изменения бизнес-модели при изменении внешней среды.
- Выход – не реализовался ожидаемый выгодный вариант. Инвестор хочет продать компанию по более низкой цене (чем ожидаемая) при наличии возможности, фаундер не хочет.
- Выгорание «основателя» (в целом, в России основатели «выгорают» быстрее – 7-10 лет, против 15-20 на Западе)

В сделках российского права, да и в России в целом, все держится на договоренностях. На Западе – то же не без этого, но все же в среднем все более формализовано. В России дело осложняется тем, что репутация имеет меньшую цену, чем на Западе.

7. Каковы наиболее распространенные сложности взаимодействия между несколькими инвесторами в рамках одной сделки?

В России подобных сделок пока мало, и договориться сторонам обычно сложно. Даже на Западе. Ведь кто-то должен потратить время, провести due diligence и взять фидуциарную ответственность. И возникает вопрос – как делить деньги, как оценить труд. В этом – сложность №1. И она решается лишь долгим и трудным переговорным процессом.

Алексей Соловьев, управляющий директор Prostor Capital

1. Какие формы структурирования сделок Вы используете в своих фондах или можете порекомендовать?

У нас практикуется несколько подходов. Мы можем инвестировать как в компанию в российской юрисдикции, так и формировать холдинговую компанию в зарубежной. При этом российская компания становится «дочкой», а акционерами холдинга – основатели и мы. В целом, российская форма ОАО плоха тем, что в ней не отлажены акционерные соглашения. А что касается ООО, то для этой формы известно несколько успешных историй.

2. Насколько реально реализовать для российских сделок такие сложные формы соглашения, как anti-dilution, tagalong, dragalong?

В рамках закона об акционерных соглашениях теоретически не сложно. Но загвоздка в том, что суды не воспринимают эти формулировки как юридически безупречные, так как нет практики, нет прецедентов их защиты.

3. На российском рынке часто встречается такая ситуация когда инвесторы берут контроль в компании. Как предпринимателю действовать в такой ситуации? Правильна ли такая практика, стоит ли соглашаться на подобные условия инвестирования?

Эта практика неверна. У основателя должно оставаться ощущение что это – его проект, а финансовый инвестор, лишь – партнер. Необходимо отстаивать право определенного уровня защиты от разводнения и себе, и действующему инвестору при новом раунде инвестиций.

4. Какие инструменты стратегического контроля и участия инвестора в управлении являются реально работающими в России?

Если говорить про операционное управление – то это прежде всего Совет Директоров, а также право вето инвестора по определенным вопросам. Так как речь идет о молодых бизнесах, то инструментов достаточно.

5. Какие юрисдикции наиболее часто используются российскими инвесторами для структурирования венчурных сделок? Какая из них, на Ваш взгляд, самая удобная?

Так сложилось, что частные инвесторы предпочитают «островные юрисдикции» – Британские Виргинские острова или Кайманы, Кипр. В меньшей степени Делавэр. Кайманы хороши тем, что часто используются и американскими венчурными инвесторами. Местным сервисным фирмам венчурный бизнес понятен, и они умеют работать с венчурными сделками.

6. Каковы наиболее частые конфликты предпринимателей и инвесторов? Как они разрешаются?

Конфликтных ситуаций у нас было немного, в основном это – смена направления развития компании. Инвестор предлагает затянуть пояса, тогда как у предпринимателя – идеи по экспансии. Такой конфликт решается на уровне Совета Директоров.

Также конфликты могут возникнуть в процессе привлечения инвесторов следующего раунда. Если получается так, что при привлечении нового раунда капитализация доли предыдущего инвестора падает, первый инвестор будет против. Этот конфликт также может решаться на уровне СД.

7. Каковы наиболее распространенные сложности взаимодействия между несколькими инвесторами в рамках одной сделки?

Согласование сделки. Опыт показывает, что весь комплект документации пишет один из инвесторов, и согласование и по сути и по форме достигается лишь за долгое время – несколько месяцев. Но это - в России, пока рынок молодой и неотлаженный. Полагаю, по мере накопления стандартных образцов документов сложностей станет меньше, а доверия сторон – больше.

Игорь Авдонин

1. Какие формы структурирования сделок Вы используете в своих фондах или можете порекомендовать?

Я инвестирую в качестве активного бизнес-ангела, пока не очень много, и до сих пор ни разу в России. Убежден, что структурирование сделки в России невозможно без взваливания на себя огромных ненужных проблем и рисков. Структурированию сделок за рубежом обычно мотивируется не уходом от налогов или выводом капитала, а гарантированной защитой прав инвестора и удобным инвестиционным инструментарием. Главные сложности для России:

1. Наиглавнейшая сложность – неразвитость судебной практики, непредсказуемость судебных решений, отсутствие гарантии неприкосновенности собственности, непрофессионализм и непредсказуемость контролирующих органов, итд
2. Отсутствие необходимых инструментов для инвестирования, например, convertible debt и тонко-структурируемых классов акций

Вообще-то это не является проблемой для инвесторов, не связанных с государственными институтами. Все привыкли использовать простые, надежные, дешевые, удобные и многократно проверенные способы структурирования в других юрисдикциях.

На сид-фазе всегда convertible debt

2. Насколько реально реализовать для российских сделок такие сложные формы соглашения, как anti-dilution, tagalong, dragalong?

3. На российском рынке часто встречается такая ситуация когда инвесторы берут контроль в компании. Как предпринимателю действовать в такой ситуации? Правильна ли такая практика, стоит ли соглашаться на подобные условия инвестирования?

Проблема с «отжиманием» контроля кроме вопроса о справедливости создает следующий существенный риск. Считается, что если у предпринимателя остается меньше ~10% доли, то он слабо замотивирован и может в любой момент просто «соскочить» (например, в новый бизнес), что смертельно для бизнеса. При этом обычно стартап проходит через несколько этапов финансирования, на каждом из которых доля предпринимателя размывается. На поздних раундах финансирования (round B/C/итд) если инвестор видит, что после инвестиции у предпринимателя останется менее 10-15%, он с высокой вероятностью откажется от сделки из-за такого риска. Получается что при сильном размытии на ранних фазах очень проблематичным становится привлечение более поздних раундов финансирования. В результате, «отжав» контроль на себе, инвестор рискует убить тем самым бизнес и получить контроль над нулем. В начале пути предприниматель бывает очень покладистым, поскольку очень нужны первые деньги, и соглашается на убийственные условия. Для раннего инвестора стремление получить контроль – не просто бытовая жадность, а признак полной некомпетентности

4. Какие инструменты стратегического контроля и участия инвестора в управлении являются реально работающими в России?

5. Какие юрисдикции наиболее часто используются российскими инвесторами для структурирования венчурных сделок? Какая из них, на Ваш взгляд, самая удобная?

Кипр, BVI, US Delaware C-corp. Все хороши для своих целей, зависит от бизнеса, инвестора, рынка, планов на международное расширение, и т.д.

6. Каковы наиболее частые конфликты предпринимателей и инвесторов? Как они разрешаются?

Тема для толстенной книжки. Методы – (кроме хороших человеческих отношений) corporate governance, ShA, Board.

7. Каковы наиболее распространенные сложности взаимодействия между несколькими инвесторами в рамках одной сделки?

Разные взгляды на пути развития бизнеса, время/срок и способы выхода из проекта, участие в крупных сделках, компенсация руководства компании, назначение руководства. Желательно решать эти вопросы «на берегу» и регулировать через представительство на борде и через ShA.

Римма Саяхова, Startobaza, управляющий директор

8. Какие формы структурирования сделок Вы используете в своих фондах или можете порекомендовать?

Будучи не классическим фондом, а, как мы себя называем, компанией - бизнес-ангелом с активным участием в управлении, мы остановились на такой форме регистрации наших портфельных компаний, как ООО. Хотя некоторые вещи, такие как опционы, затруднены, в целом такая организационно-правовая форма достаточно проста и удобна. Тем более, что часто нам приходится создавать компании с нуля, начиная с регистрации юридического лица.

Мы используем три основные формы внесения средств в компании. Это

- безвозвратные вклады
- взносы в уставной капитал
- процентные займы, причем процент зависит от риска и прочих обстоятельств, обычно это – ставка рефинансирования плюс 1,5%.

9. Насколько реально реализовать для российских сделок такие сложные формы соглашения, как anti-dilution, tagalong, dragalong?

Российское законодательство теоретически предусматривает возможность использования таких инструментов, но не предусматривает способов защиты интересов в случае их нарушения. Поэтому, хотя в России и не прецедентное право, большую роль в данном вопросе играет позиция судов. Практика пока не сформирована, но в перспективе - в российской юрисдикции есть все шансы обкатать эти формы и сделать их работающими. Ну и необходимость работы с грамотными юристами никто не отменял, правильные формулировки и правильный пакет документов – уже половина успеха.

10. На российском рынке часто встречается такая ситуация когда инвесторы берут контроль в компании. Как предпринимателю действовать в такой ситуации? Правильна ли такая практика, стоит ли соглашаться на подобные условия инвестирования?

Безусловно, раз инвестор дает деньги, он должен обладать правом определенного контроля за компанией, особенно в случае, если это стартап «посевной» фазы развития. Мы в Startobaza требуем значительный контроль, это обусловлено нашими методами работы – мы принимаем постоянное непосредственное участие в жизни и работе наших компаний. Предпринимателю нужно понимать, что приход инвестора – это новые возможности, поскольку в России большинство бизнес-ангелов имеют в той или иной степени опыт коммерциализации продуктов и услуг. Мы в Startobaza пытаемся брать контроль за стратегическим развитием проекта, порой контролируем даже операционную составляющую. Наше участие – много больше, чем просто работа в Совете директоров.

11. Какие инструменты стратегического контроля и участия инвестора в управлении являются реально работающими в России?

Мы постоянно держим руку на пульсе. Это:

- Утверждение стратегии

- Стратегическое планирование
- Регулярный контроль за операционной деятельностью компании (встречаемся очень часто)
- Содействие и контроль процесса выхода компании на целевые рынки

В уставе ООО мы предусматриваем невозможность без нашего участия принятия решений по широкому кругу ключевых вопросов.

12. Какие юрисдикции наиболее часто используются российскими инвесторами для структурирования венчурных сделок? Какая из них, на Ваш взгляд, самая удобная?

Мы знакомимся с островными юрисдикциями британского права, такие как BVI и Кайманы, но в результате взвешивания всех «за» и «против» пришли к выводу, что в нашем случае российская юрисдикция является наиболее удобной и подходящей.

13. Каковы наиболее частые конфликты предпринимателей и инвесторов? Как они разрешаются?

Конфликтов у нас, как правило, не бывает. Основная проблема в том, что часто предприниматели «зарываются в частности» - в проблемы сегодняшнего дня и в текучку - теряя глобальное видение проекта и его пути, не умеют выставлять приоритеты. Наша задача – их корректировать. При работе с более зрелыми компаниями таких проблем уже не бывает. В компании, которые уже показали свою успешность, мы «влезает» меньше. Мы им доверяем, поскольку их первые продажи на рынке – свидетельство того, что какие-то вещи они делают правильно.

14. Каковы наиболее распространенные сложности взаимодействия между несколькими инвесторами в рамках одной сделки?

Самая большая сложность – это этап структурирования сделки, когда стороны спорят, кто в каких долях и какими суммами входит. На утряску этих проблем требуется время. Также большой вопрос – степень и объемы участия в управлении. Все всегда стремятся защитить свои интересы и обеспечить «подушку» заранее – прописать решение некоторых вопросов определенным образом в будущем.

15. Глоссарий

Б

Бизнес

Предпринимательская деятельность, осуществляемая за счет собственных или заемных средств на свой риск и под свою ответственность, ставящая главными целями получение прибыли и развитие собственного дела.

Бизнес-ангел

Частный [инвестор](#), вкладывающий [деньги](#) в [инновационные проекты \(стартапы\)](#) на этапе создания предприятия в обмен на возврат вложений и долю в капитале (обычно [блокирующий пакет](#), а не контрольный).

Бизнес-модель

Модель, которая логически описывает процесс создания стоимости компании

И

Инвестиции

Долгосрочные вложения капитала с целью получения дохода.

Инновация

Новый, более прибыльный (по сравнению с имеющимися) способ использования ресурсов. Инновации всегда включают три слагаемых: изменение (нечто новое в любой сфере деятельности), новое знание (новые идеи, результаты НИОКР и т. д.), получение реального экономического эффекта. Основным источником инноваций чаще всего становятся не научные, а практические знания о потребителях, поставщиках, тенденциях и другие рыночные данные.

Инновационный бизнес

Предпринимательство, основанное на внедрении принципиально новых научно-технических решений

Институты развития

Государственные структуры, осуществляющие финансовую, организационную, информационную и иную поддержку с целью формирования и активного развития «экономики знаний».

М

Малый бизнес

Бизнес, опирающийся на предпринимательскую деятельность небольших фирм, малых предприятий, формально не входящих в объединения.

П

Посевная стадия

(От англ. seed, «посев»). Начальная стадия развития венчурного проекта. На этом этапе компания еще не сформирована; имеется лишь идея, проводятся НИОКР.

Предприниматель

Лицо, которое изыскивает средства для организации предприятия и тем самым берет на себя предпринимательский риск.

Предпринимательская деятельность

Самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность граждан и их объединений, направленная на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке. В РФ регулирование предпринимательской деятельности основывается на нормах гражданского права.

С

Стартап

Компания с короткой историей операционной деятельности. Как правило, такие компании созданы недавно, находятся в стадии развития или исследования перспективных рынков.

Синдикат

Группа людей, профессиональных посевных инвесторов и бизнес-ангелов, на добровольных и неофициальных началах договорившаяся рассматривать интернет-проекты на предмет совместного в них инвестирования. Синдикат рассматривает проекты на посевной и после-посевной стадиях.

А

Anti-Dilution Provisions – Положения против разводнения капитала

Условия, записанные в уставе компании и, с учетом действующего законодательства, направленные против нежелательного захвата собственности и защищающие инвестора от уменьшения его доли в акционерном капитале при последующих выпусках акций по цене

меньшей, чем та, которую он заплатил при первоначальном инвестировании. Эти меры принимают форму опционов или институциональных инструментов акционерного капитала (выпуск конвертируемых привилегированных акций), которые могут быть конвертированы в обычные акции в любом выпуске новых акций при последующем раунде инвестирования или при процедуре поглощения. Цена, по которой происходит конвертирование, определяется характером этих мер.

Automatic Conversion – Автоматическая конвертация

При определенных обстоятельствах, таких как приобретение компанией публичного статуса, или если большинство держателей акций какой-то серии проголосовало за конверсию, все акции этой серии будут конвертированы в обыкновенные акции в отношении 1:1.

C

Collateral or security – Объем и инструменты инвестирования («обеспечение»)

Активы, передаваемые заемщиком кредитору в залог до того момента, пока заем не будет погашен. В случае невозможности для заемщика погасить полученный заем, кредитор имеет право продать эти активы, для того чтобы вернуть себе выданную в кредит сумму

Company's Charter – Устав компании

Документ, который определяет порядок и условия работы и функционирования предприятия. В уставе также содержатся различные сведения, о порядке и наименовании, а также отражает сущность организационно-правовой формы данного предприятия.

Conditions And Covenants – Условия участия инвестора в управлении («обязательства»)

Соглашение между компанией и венчурным инвестором, остающееся в силе до тех пор, пока венчурный инвестор продолжает владеть долей собственности в компании, или до наступления каких-либо оговоренных событий. Одобренные обязательства определяет действия, которые компания обязуется предпринять (уплата налогов, поддержание существования компании, выплаты страховых возмещений, сохранение фиксированных активов, выполнение природоохранных мероприятий, представительство венчурной фирмы в совете директоров и т.п.). Кроме этого, такие обязательства могут включать перечень действий, которые компания обязуется не осуществлять (слияние, продажа или приобретение активов, внесение изменений в устав, образование задолженности, выпуск акций, распределение и выкуп акций и пр.).

D

Deal Flow – «Поток сделок»

В венчурном бизнесе это количество инвестиционных возможностей, имеющих в наличии у фонда прямых инвестиций. Накопление информации и выбор объектов, потенциально интересных для инвестиций, происходит на начальном этапе работы с компаниями

Disclosure Letter – Соглашение о раскрытии информации

Документ, раскрывающий те факты, которые могли бы иначе привести к нарушениям данных гарантий. Подобным образом раскрытые факты ограничивают эффективность гарантийных обязательств

Drag Along Rights – Право принуждения подключения к сделке («право одновременной продажи акций»)

- право держателей контрольного пакета акций, обязывающее акционеров, акции которых включены в учредительный договор, продать эти акции одновременно с акциями, которые большинство выставляет на продажу.
- если венчурный капиталист продает свою долю акционерного капитала, он может потребовать, чтобы и остальные держатели акций продали бы свои акции тому же покупателю.

Due diligence – «Тщательное изучение»

- предварительная стадия процесса венчурного инвестирования, на которой осуществляется тщательная проверка всех аспектов деятельности претендующей на получение инвестиций компании, в большинстве случаев изложенных в бизнес-плане или в меморандуме о продажах. Его задачей является выявление привлекательных сторон, исследование рисков и оценка существующих проблем относительно ведения дел с потенциальной портфельной компанией. Тщательное изучение должно помогать управляющим фонда принимать эффективные решения и оптимизировать сроки проведения сделки.
- при подготовке к IPO проводится директорами и руководителями компании, андеррайтерами и юристами, чтобы убедиться в том, что регистрационное заявление не содержит значительной ложной или вводящей в заблуждение информации и что не было опущено никакой существенной информации.

Е

Escrow – Исключения для условно размещенных сумм

«Условное депонирование» – хранение определенной суммы (или документа, ценной бумаги) у третьего лица до выполнения оговоренных условий

Ф

Free Cash Flow (FCF) – Свободный денежный поток

Определяется как прибыль от основной деятельности после уплаты налогов плюс безналичные затраты (например, амортизация) минус инвестиции в рабочий капитал, имущество, оборудование и прочие активы

Full Ratchet Anti-Dilution Protection – Защита от разводнения «Методом полного храповика»

«Полное снижение цены» – механизм противодействия размыванию капитала, в соответствии с которым цена, по которой конвертированы предотвращающие размывание капитала инструменты, является самой низкой ценой, по которой продавались простые акции. Например: в предыдущем раунде финансирования, где был мобилизован капитал на сумму 2 евро за акцию, инвесторы получили такую защиту против размывания капитала. Последующий раунд финансирования был завершен на уровне 1 евро за акцию, и таким образом инвесторы предыдущего раунда приобрели право конвертировать свои предотвращающие размывание капитала инструменты по более низкой цене (т.е. 1 евро)

Н

Hands-on – «Руки на штурвале» или «активное участие в управлении»

Прямая инвестиция в акционерный капитал, при которой венчурный капиталист добавляет в стоимость компании свой капитал, советы по управлению и участие в управлении.

И

Investment Memorandum (Investment Offer) – «инвестиционное предложение» или «инвестиционный меморандум»

Документ, представляемый генеральным партнером на рассмотрение инвестиционному комитету, содержащий обоснование предложения об инвестиции и раскрывающий условия сделки, определяющий показатели эффективности вложений в проект и целесообразность его реализации. В нем могут детально раскрываться вопросы, интересующие партнеров (например, определение уровня доходности вложений для каждого из участников проекта в случае вхождения в проект на разных условиях; детальная формализация этих условий и т.д.).

Investors' Rights Agreement – Соглашение о правах инвесторов

Документ, который содержит различные положения, обеспечивающие защиту инвесторов, включая их права в отношении регистрации акций, участия в управлении компанией, получения информации, а также пропорционального участия в дальнейших инвестиционных циклах.

Internal Rate Of Return (IRR) – Внутренняя норма доходности

Показатель возврата на вложенный капитал, рассчитываемый как отношение прибыли периода к сумме инвестиции. Расчет IRR помогает определить среднюю доходность инвестиции в течение всего периода ее работы. В фонде прямых инвестиций это чистый доход, заработанный инвестором в результате деятельности фонда, начиная с первого дня до конкретной даты. IRR вычисляется как усредненная за год эффективная суммарная норма доходности с использованием ежемесячных потоков наличности и ежегодных оценок

L

Lock-Up Agreement – Соглашение о неотчуждении акций

Соглашение между андеррайтером и определенными акционерами компании о том, что они воздержатся от продажи своих акций на открытых торгах на фиксированный период (период «замораживания») после публичного предложения. В случае сделки с участием венчурного капитала это не допускает продажи руководством компании и венчурными капиталистами их акций непосредственно после IPO. Поводом для этого ограничения является то, что подобная продажа послужит тревожным сигналом для рынка и может таким образом привести к понижению стоимости акций. Тогда те, кто еще не продали свои акции, сильно потеряют в их стоимости по сравнению с их ценой на момент IPO.

M

Memorandum of understanding (MOU) - Протокол о намерениях («меморандум о понимании»)

Юридический документ, описывающий условия соглашения между сторонами, перечисляющий обязанности сторон и требования к ним, главным образом подчеркивая намеченную согласованность действия и в меньшей степени – юридические обязательства. Являясь более формальной альтернативой «джентльменскому соглашению», не обладает все же юридической силой контракта.

N

Net Present Value (NPV) – Чистая текущая стоимость

Подход, используемый при составлении сметы капиталовложений. Текущая стоимость притока наличности вычитается из текущей стоимости оттоков наличности. Чистая текущая стоимость сопоставляет стоимость денежной единицы в настоящий момент с ожидаемой стоимостью той же денежной единицы в будущем, с учетом инфляции и доходности

No Shop / Confidentiality – Запрет продавцу подыскивать более выгодного покупателя / сохранение конфиденциальности

Положение, предписывающее компании после достижения договоренности об условиях сделки иметь дело исключительно с данным инвестором и не подыскивать другого (более выгодного) покупателя в течение договоренного промежутка времени. Ключевым моментом является продолжительность времени, в течение которого инвестор пользуется монопольным правом на сделку

Non-disclosure Agreement (NDA) – Соглашение о конфиденциальности

Соглашение, в котором сотрудник, клиент или продавец договариваются не разглашать конфиденциальную информацию третьему лицу или не использовать ее в ситуации, выходящей за рамки бизнеса компании. В соглашении, которое заключается между компанией и сотрудником, сотрудник обычно обязуется предоставлять компании права на все изобретения, которые он разработает во время пребывания в данной компании, и заявляет, что он не связан никакими ограничительными обязательствами с прежним нанимателем

Р

Pay-Back period (PB) – Срок возврата инвестиций

Рассчитанный период полного возврата инвестированных средств с учетом инфляции. Является показателем привлекательности инвестиционного проекта

Р

Redemption Rights – Право «обратный выкуп»

Право выкупа компанией своих ценных бумаг у инвестора; чаще всего происходит выкуп привилегированных акций у венчурного капиталиста.

Registration Rights – Право на регистрацию

Право требовать, чтобы компания зарегистрировала акции с ограничениями на передачу. Право на регистрацию дает возможность акционерам требовать регистрации акций в любой момент, тогда как право на регистрацию акций «в нагрузку» позволяет акционеру требовать, чтобы компания зарегистрировала его акции при подаче в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC) заявления на регистрацию для публичного предложения.

Right Of Co-Sale (Tag-Along Rights) – Право принуждения к совместной продаже

«Право следовать по пятам» или «право присоединения к продаже» – способ защиты миноритарных акционеров, дающий им право включать свои акции в продажу контрольного пакета и продавать их по предложенной цене. Например, венчурный капиталист может продавать свои акции вместе с акциями, продаваемыми другим акционером той же компании, на тех же условиях и тому же покупателю.

Right of First Refusal / Co-Sale Agreement – Соглашение о праве первого отказа и совместной продаже («право следовать по пятам»)

Способ защиты миноритарных акционеров, дающий им право включать свои акции в продажу контрольного пакета и продавать их по предложенной цене. Например, венчурный капиталист может продавать свои акции вместе с акциями, продаваемыми другим акционером той же компании, на тех же условиях и тому же покупателю. (см Right Of Co-Sale)

S

Shareholders Agreement (SHA) – Акционерное соглашение («учредительный договор»)

Рабочее соглашение, подписываемое венчурным инвестором и владельцами компании, гарантирующее сохранение права собственности и управления в компании на протяжении существования инвестиции

Stock Purchase Agreement – Соглашение о покупке акций

Соглашение, содержащее подробную информацию об инвестиционном цикле, включая количество и классы акций, приобретаемых инвесторами, условия оплаты и гарантии компании в отношении ее текущего состояния. Эти гарантии обычно оформляются в виде отдельного документа, содержащего все данные, которые, по мнению учредителей компании, должны быть известны инвесторам до принятия решения об инвестировании.

T

Teaser – «Завлекалка»

Рекламное объявление, которое стимулирует любопытство клиента путем сообщения ему перед аукционом некоторых интересных фактов

Term sheet – Соглашение об основных условиях сделки («перечень условий»)

Небольшой по объему документ, содержащий основные финансовые и другие условия предполагаемого инвестирования. Как правило, он не носит обязательного характера, однако иногда может налагать некоторые юридические обязательства на инвестора и компанию

V

Voting Agreement – Соглашения о голосовании

Соглашение, подробно описывающее права инвесторов в отношении назначения членом совета директоров.

W

Weighted Average Cost Of Capital (WACC) – Средневзвешенная стоимость капитала

Дисконтная ставка, используемая в оценочных моделях, отражающая альтернативные издержки всех поставщиков капитала относительно вклада каждого из них в общий капитал компании

Weighted Average Anti-Dilution protection – Метод «взвешенного среднего» при защите от разводнения

Мера против размывания капитала, предусматривающая, что цена, по которой конвертируются предотвращающие размывание капитала инструменты, рассчитывается по средневзвешенной формуле. Например, на предыдущей стадии финансирования, когда был привлечен капитал в объеме 1 млн евро при цене 2 евро за акцию, инвесторы получили средневзвешенную защиту от размывания капитала. Следующая стадия финансирования завершилась мобилизацией еще 1 миллиона евро при цене в 1 евро за акцию. Соответственно, инвесторы первого этапа имеют право конвертировать свои предотвращающие размывание инструменты по цене, скорректированной с учетом средневзвешенного значения, – т.е. 1,5 евро за акцию.