

Кэтрин Кемпбелл

# ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС

НОВЫЕ ПОДХОДЫ



# Smarter ventures

---

A survivor's guide to venture capital  
through the new cycle

Katharine Campbell

 **Prentice Hall**  
FINANCIAL TIMES

London • New York • Toronto • Sydney • Tokyo • Singapore  
Hong Kong • Cape Town • Madrid • Paris • Amsterdam • Munich • Milan

# Венчурный бизнес: НОВЫЕ ПОДХОДЫ

---

Кэтрин Кемпбелл

Перевод с английского

*2-е издание, исправленное*



Москва  
2008

УДК 336.647/.648  
ББК 65.293  
К35

Перевод с английского Д. Липинского

Научный редактор О. Осадчая

**Кемпбелл К.**

К35      Венчурный бизнес: новые подходы / Кэтрин Кемпбелл ; Пер. с англ. — 2-е изд., испр. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. — 428 с.

ISBN 978-5-9614-0799-0

Книга Кэтрин Кемпбелл представляет собой непредвзятый анализ отрасли прямого инвестирования, которую автор изучала в течение пяти лет. На многочисленных примерах конкретных фирм рассмотрены все этапы работы венчурных компаний — от привлечения инвестиций на начальной стадии создания компаний до так называемого «выхода», который необходим инвесторам для возврата вложенного капитала, причем все это соотносено с ситуациями на рынке, периодами подъемов (так называемых «мыльных пузырей») и спадов. Всесторонне изучены взаимоотношения венчурных капиталистов и предпринимателей, сравнивается многолетний опыт американских венчурных фирм с опытом начинающих европейских компаний. Книга написана живым языком, автор использует интересные сравнения и емкие характеристики и в то же время четко определяет все специальные термины, применяемые в отрасли.

Книга предназначена для всех, кто связан с прямым частным инвестированием, для начинающих венчурных капиталистов и предпринимателей, а также для преподавателей и студентов.

УДК 336.647/.648  
ББК 65.293

*Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.*

© Kathrine Campbell, 2003

First published by Pearson Education Limited, 2003.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО «Альпина Бизнес Букс», 2005

ISBN 978-5-9614-0799-0 (рус.)  
ISBN 0-273-65403-9 (англ.)

# Содержание

Предисловие к русскому изданию	7
Предисловие	10
Выражение признательности	12
<b>1</b> Введение	<b>15</b>
<b>ЧАСТЬ 1 ♦ Отрасль</b>	
<b>2</b> Внутри венчурной отрасли	<b>33</b>
<b>3</b> Психология цикла	<b>63</b>
<b>4</b> Эклектичная история венчурного капитала в Европе	<b>83</b>
<b>5</b> Сравнение с опытом Кремниевой долины	<b>115</b>
<b>6</b> Другие виды	<b>129</b>
<b>ЧАСТЬ 2 ♦ Процесс</b>	
<b>7</b> А годитесь ли вы для венчурного капитала?	<b>155</b>
<b>8</b> Подходы	<b>183</b>
<b>9</b> Выбор венчурного капиталиста	<b>191</b>
<b>10</b> Бизнес-план	<b>214</b>
<b>11</b> Первые встречи	<b>238</b>
<b>12</b> Процедура «дью дилидженс»	<b>252</b>
<b>13</b> Перечень условий	<b>267</b>
<b>14</b> Переговоры	<b>298</b>
<b>15</b> Завершение сделки	<b>317</b>

## ЧАСТЬ 3 ♦ Работа с венчурным капиталом

16	Венчурные капиталисты в правлении	325
17	Понижающие раунды	346
18	Выход	361

## ЧАСТЬ 4 ♦ Будущее

19	Европейский венчурный бизнес: наступление зрелости	388
	Глоссарий	394
	Предметный указатель	406

# Предисловие к русскому изданию

Перевод книги «Венчурный бизнес: новые подходы», написанной корреспондентом *Financial Times* Кэтрин Кэмпбелл, уже успел зарекомендовать себя как одно из лучших русскоязычных изданий, рассказывающих о сущности и особенностях венчурного бизнеса — рискованного инвестирования в инновационные проекты на ранней фазе их развития. Спрос на его переиздание — лишнее свидетельство того, что в стране складывается широкий слой предпринимателей, у которых венчурное инвестирование вызывает серьезный и глубокий интерес.

Отличительная черта книги — отсутствие формул и «сухих» методик, живое и динамичное описание венчурного мира США и Европы. Ее главы читаются как увлекательный роман, а приведенные «истории успеха» способны вдохновить как предпринимателей, так и инвесторов на осуществление не менее ярких, инновационных и прибыльных проектов. Серьезное внимание уделяется психологическим проблемам в отношениях между инвестором и предпринимателем, той самой «человеческой химии», которая зачастую является решающей для успеха в венчурном бизнесе.

Переиздание книги особенно актуально сейчас, когда появились предпосылки роста предложения венчурного капитала в России. Это связано с тремя факторами. Во-первых, в 2006–2007 гг. был запущен ряд программ государственно-частного партнерства, предусматривающих софинан-

сирование венчурных фондов из специально выделенных бюджетных средств (Российская венчурная компания и программа МЭРТа по развитию региональных венчурных фондов, Венчурный инновационный фонд). Во-вторых, последние корректировки закона «Об инвестиционных фондах», направленные на оптимизацию процесса управления российскими паевыми инвестиционными фондами особо рискованных (венчурных) инвестиций, приближают его к западным аналогам. В-третьих, быстрое развитие фондов прямых инвестиций создает для венчурных инвесторов новые возможности «выхода» через продажу фондам своих долей в «выращенных» проектах. Немаловажную роль играет и появление в стране инфраструктуры поддержки венчурного предпринимательства под эгидой Российской ассоциации прямого и венчурного инвестирования (РАВИ), в том числе — Российской венчурной ярмарки, региональных венчурных ярмарок. В свете вышеперечисленных тенденций спрос на качественную информацию о венчурном предпринимательстве будет возрастать, и переиздание книги К. Кэмпбелл — логичный и своевременный шаг.

Прямые и венчурные инвестиции России — это индустрия новая, которая с самого начала развивается в рамках глобализационных процессов как часть мировой индустрии. Во многих оперирующих в России фондах присутствует иностранный капитал, сами инновационные фирмы ориентируются на западные рынки и прибегают к услугам иностранных менеджеров и консультантов. В этой связи книга К. Кэмпбелл, описывающая лучший опыт США и Европы, как никогда актуальна. Полезна она и для подготовки к ведению переговоров между отечественными предпринимателями и зарубежными инвесторами, поскольку хорошо отражает психологию последних.

Книга будет очень интересна и для активно формирующегося сейчас в России «бизнес-ангельского» сектора, профессиональным представителем органом которого является Национальное содружество бизнес-ангелов (СБАР). «Бизнес-ангелы» — это индивидуальные венчурные инвесторы, вкладывающие деньги в компании на самых ранних стадиях развития, до того как они становятся привлекательными для венчурных фондов. Несмотря на распространенность на Западе, термин «бизнес-ангел» все еще мало знаком в России. Недостает и знаний по технике осуществления «бизнес-ангельских» инвестиций. Иными словами, налицо информационная недостаточность, и СБАР много работает над ее устранением. СБАР регулярно проводит Презентационные сессии, на которых отобранные и подготовленные проекты представляются «бизнес-ангелам» и венчурным фондам. Выпущена методическая книга о «бизнес-ангелах» на российском материале «В поисках “бизнес-ангела”». Российский опыт привлечения



инвестиций», издается русская версия журнала *The Angel Investor*. Книга К. Кэмпбелл «Венчурный бизнес: новые подходы», вышедшая в свет в 2004 г., стала одной из первых книг на русском языке, рассказавшей нашему читателю о «бизнес-ангелах» и представившей их как неотъемлемую часть венчурной индустрии. СБАР надеется, что она станет руководством для действующих и потенциальных «бизнес-ангелов», предпринимателей, желающих привлечь стартовые инвестиции.

Переиздание этой книги станет и еще одной вехой в масштабном для России деле подготовки кадрового корпуса для инновационного и венчурного предпринимательства, способного на равных конкурировать и взаимодействовать с коллегами в США и Европе. Недостаточное количество российских специалистов-практиков признается экспертами одним из основных факторов, сдерживающих развитие инновационного бизнеса. В целях сокращения дефицита инновационных менеджеров СБАР реализует программы «Энергия» (стажировка молодых специалистов), «Опыт» (привлечение опытных специалистов к управлению инновационными компаниями), проводит семинары-тренинги. Для поддержки обучающих программ требуется доступная и высококачественная методическая литература, к которой с полным правом относится книга К. Кэмпбелл.

Как спонсор второго издания книги К. Кэмпбелл «Венчурный бизнес: новые подходы», СБАР подтверждает высокий профессионализм ее автора и рекомендует книгу всем заинтересованным читателям.

**Александр Каширин,**

*председатель правления СБАР*

**Александр Семенов,**

*начальник консультационного отдела СБАР*

# Предисловие

ВЫ МОЖЕТЕ СПРОСИТЬ, с чего это вдруг человек, который никогда не был ни предпринимателем, поднаторевшим в вытягивании денег из венчурных капиталистов, ни венчурным капиталистом, знающим всю *подноготную* отрасли, решил, что может написать подобную книгу?

Позвольте для начала рассказать о том, как я узнала о венчурном капитале.

Впервые я столкнулась с отраслью и ее причудами вскоре после назначения на должность с забавным названием «корреспондент по вопросам растущего бизнеса» в газете Financial Times. В круг моих профессиональных интересов, помимо всего прочего, входил и венчурный капитал. Тогдашний редактор, Ричард Ламберт, получил письмо от одного из самых влиятельных и искушенных деятелей в сфере прямого инвестирования в Европе, который узнал о назначении нового репортера. В послании выражалась надежда на то, что «новый журналист» будет «другом» и «сторонником» отрасли. Редактор счел это письмо несколько странным, и я была с ним в этом согласна. В конце концов, когда приходит новый корреспондент по авиационной промышленности, руководители авиакомпаний не шлют писем с выражением надежды на его дружеское расположение к данной отрасли.

Венчурные капиталисты часто обладают большим самомнением. Они приписывают своему бизнесу, который приносит им деньги (и весьма не-

плохие), высокие цели, словно смыслом их существования является забота о развитии капитализма, создающего рабочие места.

Когда же я стала немного понимать эту туманную и окутанную завесой тайны отрасль, она захватила меня. Лучшие венчурные капиталисты — чрезвычайно яркие, творческие и деятельные люди. Я также убедилась в важности венчурного капитала для финансирования молодых быстрорастущих компаний, т. е. того элемента, который, в свою очередь, имеет ключевое значение для будущего «самочувствия» экономики европейских стран.

Вряд ли мне грозила репутация «сторонника». Я никогда не встречала другой такой области бизнеса, которая бы столь болезненно реагировала даже на малейший намек здорового скептицизма, не говоря уж о критике. Эта отрасль слишком долго развивалась, не привлекая общественного внимания, так что в ней образовалась своеобразная смесь надменности и сверхчувствительности. Одним из вызовов, возникающих при освещении этой сферы бизнеса, являются невероятные темпы перемен. Даже за относительно небольшой промежуток времени с того момента, как я взялась за эту книгу, венчурный капитал проделал очередной головокружительный круг на «американских горках». На вершине технологического бума он представлял собой самый соблазнительный «уголок» финансовых рынков. Однако в последние месяцы работы над книгой мне часто приходилось занимать оборонительную позицию, объясняя, почему я все еще пишу об этом предмете. Венчурный капитал нельзя рассматривать как мимолетную причуду, которая поразила Европу и вылилась в крайности в конце 1990-х годов. Новые компании открывают привлекательные возможности на всех стадиях экономического цикла, а не только при возникновении особой ситуации на фондовом рынке раз в 50 лет.

Европе очень не хватает более развитой венчурной отрасли. Венчурные капиталисты сетуют на нехватку способных предпринимателей. Прямо-таки порочный круг. Корень зла, по крайней мере отчасти, лежит в дефиците хороших венчурных капиталистов, у которых достаточно знаний и куража для инвестирования на всех стадиях экономического цикла, а не только в периоды бума.

Эта книга посвящена вам — предпринимателям, привлекающим капитал. Однако у меня есть что сказать и венчурным капиталистам — и вовсе не из желания «выставить грязное белье» на всеобщее обозрение. Развитие отрасли само по себе дает богатый материал для размышлений. Во многих случаях укреплению отношений между венчурными капиталистами и предпринимателями не придают значения или отводят второстепенную роль, поскольку *обе* стороны не слишком утруждают себя поисками взаимопонимания.

Цель книги — приоткрыть завесу таинственности, связанную с этим процессом, и поделиться некоторыми «грязными секретами» венчурного капитала в той мере, в какой позволят юристы. Когда предприниматель вступает в переговоры с венчурным капиталистом, он делает это впервые, тогда как у последнего за плечами нередко огромный опыт. В бизнесе столь неравные условия возникают не так уж часто. Чего не может эта книга — так это устранить непредсказуемость процесса, который характеризуется чем угодно, но только не абсолютным рационализмом. Если венчурному капиталисту нравится сделка, то недостатки можно исправить. Если же венчурному капиталисту данная сделка не нравится, то недостатки так и останутся недостатками. Я не собираюсь навязывать свой труд венчурным капиталистам, но все же надеюсь привнести некоторую объективность, на которую вряд ли способна хотя бы одна из сторон этого переговорного процесса.

## Выражение признательности

---

Множество людей щедро предоставляли мне свою помощь и поддержку. Особую благодарность я хотела бы выразить Джеймсу Добри, Марку Састеру и Алену Фолису, трем предпринимателям, которые потратили немало времени и обстоятельно поделились своим опытом.

Крис Гру, Ричард Итон и Том Келлерман умело вели меня через минное поле юридических тонкостей, которые встречаются в соглашениях, касающихся венчурного капитала.

Димо Димов проделал великолепную работу по составлению графиков в области, в которой сбор данных представляет настоящую проблему.

После того как я оставила журналистику (да-да, ради прямого инвестирования), управляющий редактор *Financial Times* Диана Саммерс великодушно предоставила мне доступ к базе данных газеты. Эта база данных, заслужившая мои проклятья в годы работы в газете — по причине ненадежности и отсутствия оперативности, — стала чудесным и на удивление надежным инструментом после моего ухода.

Огромную признательность хотелось бы выразить Лондонской школе бизнеса и Гордону Мюррею за доступ к изумительной библиотеке.

Неоценимую помощь оказали и многие другие, в том числе: Бретт Элсоп, все сотрудники Atlas Venture, Род Эттвулл, Джон Бейтс, Луиза Баллард, Адриан Бикрофт, Гордон Боннимэн, Джефф Бристоу, Найджел Браун, Андреа Бонафе, Бенгт Карлстром, Дэнни Чапчал, сэр Роналд Коэн, сэр Дэвид Кукси, Кэри Купер, Шерри Куту, Чарлз Коттон, Саймон Дарлинг, Рольф Динст,

Ник Эрл, Питер Ингландер, Стюарт Эванс, Дэвид Джампаоло, Германн Хаузер, Томас Хой, Гай Кавасаки, Кеннет Иббетт, а также все сотрудники Index Ventures; все сотрудники компании 3i, Доминик Лэффи, Майкл Ледзион, Майкл Либрих, Джон Макмонигалл, Мартин Меллиш, Джули Майер, Грэм Минто, Пьер Морен, Чарли Мьюирхед, Ричард Мьюирхед, Алекс Нигг, Диана Ноубл, все сотрудники Pond Ventures, Джон Поза, Джос Питерс; все сотрудники PolyTechnos, Джордж Паулик, Леннарт Рэмберг, Дуг Ричард, Майк Рисман, Стефен Росс, Бундип Синха Рангар, Чантал Лайгертвуд, Фолк Страсчег, Джон Снайдер, Виджей Сондхи, Питер Торнквист, Адам Валкин, Катя Верресен, Никко Вэше, Марк Уэстер, Марк Зюгель.

Я бы хотела поблагодарить Ричарда Стагга, директора редакции Pearson Education, за его энтузиазм, понимание предмета и очень ценный вклад. Моя признательность адресована также Лиз Уилсон и другим членам команды Pearson за их помощь и терпение.

Однако кто заслужил медаль, так это мой партнер Тони. Он взял на себя сизифов труд по поддержанию морального духа автора. Он никогда не жаловался на исчезновение обеденного стола, погребенного под кучей папок в два фута высотой, не говоря уже о поругании самой идеи выходных. Он всегда инстинктивно знал, когда следует позаботиться о белых трюфелях из Альбы (или о чем-нибудь еще — в зависимости от сезона) или об огромном букете цветов, чтобы преодолеть очередной тупик. Тони, я бесконечно тебе признательна.

ИТАК, МЫ УСТАНОВИЛИ, ЧТО «УМНЫЕ ДЕНЬГИ» НЕ ИДУТ В НАЧИНАЮЩИЕ КОМПАНИИ. ГДЕ, В ТАКОМ СЛУЧАЕ, Я МОГУ РАЗДОБЫТЬ «ГЛУПЫЕ ДЕНЬГИ»?



## Введение

Когда я обращаюсь к банкиру, то задаю вопрос: «Сколько денег он мне даст?» В случае же венчурной фирмы будет более уместным спросить: «Сколько денег она сделает для меня?»

Питер Вагнер, партнер Accel Partners

Успешное ведение дел в сфере венчурного капитала требует соблюдения трех ключевых правил. К несчастью, никто не знает, в чем они заключаются.

Кунз, 1990 г.

МНОГИЕ ЕВРОПЕЙСКИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛИ сегодня клянутся, что они никогда больше не свяжутся с венчурным капиталом. Правы ли они?

«Мыльный пузырь» технологических компаний в конце 1990-х годов за короткое время переместил отрасль венчурного капитала из «темного угла» финансового мира, в котором она до тех пор обитала, на бурлящую сцену так называемой «новой экономики». В Европе появился новый рынок. Создание компаний, финансируемых при помощи венчурного капитала, переживало пик моды, и любого, кто осмеливался сомневаться в безграничных перспективах интернет-бизнеса, обвиняли в отсталости. При полном отсутствии опыта и имея крайне смутное представление о венчурном капитале, множество людей ринулось в эту суматоху в стремлении вкусить с обильного на вид стола. Едва ли эти «доткомовцы» были истинными предпринимателями. «А что, в Европе [венчурное] финансирование получают только ребята из трастовых фондов?» — спросила меня моя подруга, недавно вернувшаяся в Европу после десятилетнего пребывания в США. Этот вопрос возник у нее после просмотра списка богатых бездельников и отпрысков магнатов, которые, кажется, стояли у руля половины лондонских начинающих компаний.

К тому моменту, когда в 2000 г. «пузырь» лопнул, европейские венчурные капиталисты только начали раскачиваться. Формирующаяся отрасль была «прихвачена морозцем» в самом начале «цветения», до того как успела утвердиться. Но, несмотря на это, ущерб оказался немалым. Несчастья, принесенные множеством некомпетентных, до нелепости, инвестиций, поставили предпринимателей и венчурных капиталистов «по разные стороны баррикад», что только увеличивало горечь, вызванную обширными потерями. Когда мечты рушатся, полезно иметь под рукой козла отпущения. «Зловредные» венчурные капиталисты прекрасно подходили для этой роли. Этому способствовало и то, что многие из них вполне заслужили подобное отношение. Однако в процессе восстановления европейской венчурной отрасли из руин обе стороны могли бы вести себя более разумно. Венчурные капиталисты не слишком стараются понять представителей ключевой стороны своего бизнеса, т. е. предпринимателей, и создают ненужное напряжение как на стадии заключения сделки, так и в дальнейшем. Об их отстраненности говорит, в частности, то, что многие из них даже не подозревают, какие неприязнь и скептицизм в отношении венчурного капитала вызывают в предпринимательской среде ужасные истории в течение последних лет.

В то же время европейские предприниматели должны глубже разобраться в венчурном процессе. Слишком немногие из них пытаются понять, как на самом деле венчурные капиталисты работают и какова «мелодия», под которую они «танцуют». Для некоторых неожиданностью становятся даже самые основные требования, такие как потребность инвестора в «выходе». Между тем непрофессиональным венчурным капиталистам удается выживать (хотя нынешний спад, к счастью, избавил мир от значительной их части), по крайней мере частично, как раз из-за небрежности основателей компаний, которым следовало бы более тщательно готовить свою «домашнюю работу» и повнимательнее изучать своих потенциальных инвесторов, а не прислушиваться к «страшилкам» по их поводу.

Кроме того, основатели склонны к выбору ложных целей. Я потеряла счет предпринимателям, заявлявшим, что они предпочли бы «глупые деньги» «умным деньгам», что означает: «не вмешивайтесь в мой бизнес, поскольку я сам лучше все знаю». Это вполне естественное заявление, учитывая некомпетентность многих участников венчурного бизнеса, которые едва ли предоставляют какую-либо стоящую помощь; но это также опасная позиция. Венчурные деньги слишком дороги, чтобы относиться к ним просто как к наличности. Так, Питер Вагнер из фирмы Accel Partners, которая находится в Кремниевой долине, четко разграничивает заимство-



вание средств у банка и у венчурного капиталиста. Он подчеркивает, что венчурный капиталист, если он на своем месте, делится своей мудростью и видением будущего, основанными на его богатом опыте, и становится ключевым элементом в развитии компании. Это важно для построения эффективного партнерства. В Европе пока еще мало фирм и людей, отвечающих этим требованиям, и предпринимателю хотя бы нужно знать, к чему стремиться. Более того, хотя «глупые деньги», возможно, обладают некоторыми достоинствами, позволяя вам действовать по собственному усмотрению в хорошие времена, будьте готовы к тому, что они быстро изменят свое обличье, когда что-нибудь пойдет не так (а это обычное дело для начинающей компании). «Глупые деньги», скорее всего, оправдают свое название во время кризиса.

Мировым центром венчурного капитала являются Соединенные Штаты. Сэнд-Хилл Роуд в городе Менло-Парк, Кремниевая долина, Северная Калифорния, представляют собой «Уолл-стрит венчурного капитала». Отрасль начала развиваться в конце 1960-х — начале 1970-х годов, давая с тех пор жизнь крупнейшим фирмам. Почти все крупные технологические или связанные с технологиями американские компании — Apple, Compaq, Dell, Genetech, Oracle, Cisco, Netscape, Amazon, eBay, Yahoo — финансируются венчурным капиталом. Венчурный капитал, который, оправданно или нет, в поисках высоких доходов стремится главным образом в технологический сектор, стал ключевым фактором внедрения инноваций и создания рабочих мест в американской экономике. За 30 лет своего существования он способствовал возникновению развитой инфраструктуры и накоплению огромного опыта. Ведущие венчурные фирмы, такие как Kleiner Perkins Caufield & Byers, Sequoia, приобрели легендарный статус. За пределами США к такому уровню развития приблизился только Израиль. Несмотря на серьезные политические трудности, этой стране удастся поддерживать рынок, размеры которого примерно равны размерам рынка, сконцентрированного в районе Рут 128 около Бостона (второй центр венчурного финансирования в США).

Однако в Европе венчурный капитал развивался совсем по-иному. Попытки повторить успехи американской венчурной отрасли в начале 1980-х годов провалились, и многие инвесторы перешли в менее рискованную, более предсказуемую сферу финансирования выкупов компаний менеджментом (management buy-outs — MBOs), или выкупов с использованием заемных средств (leveraged buy-outs — LBOs), в соответствии с американской терминологией. Второстепенный бизнес, нередко отделяемый от крупных корпораций, может получить буквально вторую жизнь — в результате вливания частного капитала; подстегивающего влияния

долгового бремени и щедрого наделения управляющих долями в капитале. Схема выкупов компаний менеджментом стала доминировать. Венчурная деятельность заметно оживилась лишь во второй половине 1990-х годов, когда появились рынки акций растущих компаний, повысилась предпринимательская активность, усилилась правительственная поддержка. Затем последовал всплеск, связанный с «технологическим пузырем». Тем не менее, до сих пор нельзя говорить о появлении «элиты» европейских фирм. Во всяком случае, аналогов Kleiner Perkins точно не существует. Количество компаний, финансируемых венчурным капиталом, которые достигали глобального значения хотя бы на короткое время, незначительно. При этом большинство самых известных европейских фирм в сфере высоких технологий, среди которых Nokia, Vodafone, производители программного обеспечения Dassault Systemes и SAP, а также разработчик микросхем ARM, не имели ни цента венчурного капитала. Как уже было сказано, рынок все еще находится на этапе становления.

Однако какой смысл мы вкладываем понятие «венчурный капитал»? Терминология едва ли в силах дать подсказку. В широком смысле «прямыми инвестициями» (private equity) называют предоставление капитала непубличным компаниям, причем под этим подразумевают и венчурный капитал, и выкупы с использованием заемных средств, и другие инструменты финансирования. В США сфера выкупов с использованием заемных средств и сфера «классического» венчурного капитала представляют собой практически отдельные миры. В отличие от США, в Европе термин «венчурный капитал» исторически использовался для обозначения всех форм прямых инвестиций. Агентства по выкупу (buy-out shops), владеющие зрелыми бизнесами, такими как бары, издательские группы и крупные химические предприятия, называются фирмами венчурного капитала, или венчурными фирмами (venture capital firms). Для американцев это звучит очень странно, поскольку они считают это совершенно разными отраслями. Далее в этой книге понятие «венчурный капитал» будет означать именно то, что под ним понимают американцы.

Это не просто вопрос терминологии. Преобладание менталитета, ориентированного на выкуп, приводило к тому, что многие европейские фирмы подходили к вопросу инвестирования в молодые компании с точки зрения финансового инжиниринга, как если бы они проводили простую банковскую операцию. Дело осложнялось и тем, что венчурные фирмы, по крайней мере в прошлом, активно искали сотрудников среди профессиональных бухгалтеров, специализация которых в большей степени соответствовала задачам выкупа, чем функциям венчурного инвестора. Менталитет, ори-

ентированный на выкуп, может оказать влияние на все, начиная от инвестиционных приоритетов и кончая типами подписываемых соглашений и природой взаимоотношений в период после осуществления инвестиции. Хотя венчурная отрасль сейчас все в большей степени обретает собственное лицо, сращивание двух сфер бизнеса все еще является препятствием для прогресса.

Работа с венчурным капиталом не проста. Прежде всего, отрасль носит чрезвычайно фрагментированный, часто изолированный, «надомный», характер. В эпоху «технологического пузыря» только в Европе, по оценкам, насчитывалось 400 фондов, занимавшихся инвестированием на ранней стадии (из 1200 фирм прямого инвестирования). Многие фирмы имели только двух или трех партнеров. Но в Кремниевой долине с ее высокой концентрацией — это одно, а в Европе — совсем другое, там это привело к появлению множества разобщенных деловых сетей. Венчурные капиталисты, не говоря уже о предпринимателях, не в состоянии обозреть картину в целом. Более того, контакты между европейцами и их более опытными американскими партнерами были минимальными. Германн Хаузер, предприниматель, ставший венчурным капиталистом, и светило Кембриджского университета (Великобритания), заявил, что своими познаниями в области венчурного капитала он в значительной степени обязан работе в правлении компании Virata, производящей микросхемы для широкополосных систем связи, и партнерам из американских фирм Oak Investment Partners и New Enterprise Associates (NEA). Однако он является исключением. Некоторые европейские венчурные капиталисты все еще знают крайне мало об опыте американского рынка. Впрочем, в большинстве случаев они не столь некомпетентны, как некий венчурный капиталист, который в эпоху «технологического пузыря» взялся за управление новым венчурным фондом с капиталом в 100 млн фунтов стерлингов. Этот фонд был создан фирмой, специализирующейся на выкупах, и одним инвестиционным банком, и, как и все остальные, был помешан на создании новых компаний. Удивительнее всего, что этот человек никогда не слышал о Kleiner Perkins.

Венчурные капиталисты получают наслаждение, бродя в потемках. По своей сути данный вид деятельности является скорее искусством, чем наукой (согласно Кунзу, процитированному в начале главы), и, тем не менее, он больше, чем нужно, затемнен жаргонизмами, и его участники скорее склонны все усложнять, чем прояснять. На начальном этапе работы над этой книгой я наивно рассказала одному влиятельному американскому венчурному капиталисту в Лондоне о своем стремлении снять завесу тайны с этой отрасли — для предпринимателей. «Почему вы полагаете, что

мы заинтересованы в этом?» — спросил он меня. Когда я начала писать о прямых инвестициях для газеты *Financial Times*, все пытались уверить меня, что система «фиксированного процента вознаграждения» (*carried interest*) — это еще одна форма оплаты, зависящая от эффективности, и механизм для значительного обогащения тех, кто ее использует (причем это вовсе не обязательно люди, выполняющие работу), — «чрезвычайно сложна», и намекали, что мне никогда ее не понять. В конце концов, я уговорила одного независимого представителя отрасли объяснить мне смысл этой системы вознаграждения, что он надлежащим образом и сделал, используя замысловатые диаграммы (в сущности, система оказалась чрезвычайно простой и сводилась к 20-процентной доле прибыли). Когда я попыталась положить листок с записями в свою папку, он опередил меня и бросил его в корзину.

Показатели эффективности также окутаны тайной. Партнер венчурной фирмы, как правило, не имеет никакого представления о доходах другой фирмы, и при этом обе часто работают вместе. Фирмы отчитываются только перед своими инвесторами и больше ни перед кем. В 2001 г. фонд Calpers, калифорнийский пенсионный гигант, который частенько обращался к прямому инвестированию, поместил на своем веб-сайте информацию о доходах отдельных фирм. Сообщество участников прямого инвестирования — независимо от того, насколько хороши или плохи для них были опубликованные результаты, — подняло шум и заставило фонд удалить цифры с сайта. Гораздо позже различные деловые круги в США начали настаивать на большей открытости, и, несомненно, так оно и будет, однако при этом не избежать сильного сопротивления со стороны отрасли, привыкшей к работе, которая скрыта от глаз общественности.

Другой любопытной особенностью венчурного бизнеса является его цикличность. В течение нескольких месяцев он может переходить от периодов иррационального процветания к периодам иррационального пессимизма. Подобные колебания происходят по мере того, как инвесторы расстаются со значительными суммами денег, когда рынок близок к пику, — только для того чтобы отозвать их обратно, зализывая раны после очередного падения. При этом их решимость предпринимать новые инвестиции испаряется с каждым очередным уменьшением фондового индекса на 10 пунктов. Шумиха вокруг Интернета и «технологический пузырь», во время которого американские венчурные капиталисты инвестировали 100 млрд долл. (на пике мании в 2000 г.) и который разрешился самым сильным падением за историю отрасли, является только крайней версией более ранних циклов. Гарвардскими учеными была написана статья (Sahlman and Stevenson, 1987)

о чрезмерном финансировании и необоснованных оценках, относящихся к производству жестких дисков. Статья должна была «помочь инвесторам и предпринимателям избежать роли членов-основателей, помимо всего прочего, и клуба «еще больших дураков». Она была посвящена событиям начала 1980-х годов.

Одним из самых разрушительных последствий «технологического пузыря» стал избыточный капитал, который влился в венчурный бизнес. И это высветило самую суть более фундаментального парадокса. Чем более успешной является фирма, тем больше фондов она может привлечь (поскольку инвесторы верят в ее возможности и решают разместить свои деньги именно там). Крупные фонды более привлекательны для партнеров, благодаря существующим методам определения вознаграждения. В условиях действия фиксированного процента вознаграждения удвоение больших чисел дает вам гораздо больше, чем удвоение маленьких.

Размер оплаты за услуги менеджмента также основывается на доле капитала, определенной обязательствами. И все же крупным фондам становится все менее выгодно инвестировать порциями в 1 или 2 млн евро. Эти инвестиции требуют таких же больших затрат времени и усилий, как и сбор средств на выкуп с использованием заемных средств в размере нескольких сотен миллионов евро. Опыт Arah Partners дает нам содержательные иллюстрации этой проблемы. Ведомая таким провидцем, как сэр Роналд Коэн, компания Arah стала одним из первых инвесторов венчурного капитала в Европе. Начав в 1981 г. с фонда в размере 10 млн фунтов стерлингов, она превратилась в инвестиционный механизм объемом в 4,4 млрд фунтов стерлингов. Хотя официально компания все еще финансирует начинающие фирмы, встречи консультативного совета посвящены следующей головоломке: как это агентство по инвестициям умудрилось «подняться над уровнем предпринимательских инвестиций». Европа по-прежнему отчаянно нуждается в достаточном количестве венчурных капиталистов, имеющих опыт финансирования начинающих компаний. Горстка подобных специалистов работает в Arah и проводит крупные выкупы с использованием заемных средств. В фондах, находящихся на начальной стадии, напротив, оплата за услуги менеджмента очень низка. Именно эти фонды предоставляют критически важный капитал молодым компаниям, но сами по своей природе невелики, что делает работу с ними крайне непривлекательной для заинтересованных лиц. И все же возникает вопрос: что труднее — проведение выкупа утвердившейся на рынке компании или же руководство начинающей компанией посредством проведения ее через стадии начального роста.

## По мнению предпринимателей, венчурные капиталисты:

- ◆ высокомерны, молоды, одержимы;
- ◆ являются необходимым злом;
- ◆ слишком много получают — хотя сами они искренне верят, что заслуживают этого;
- ◆ не расположены к риску и просто проживают деньги других людей;
- ◆ достаточно нахальны, чтобы прийти в мой бизнес и верить, что могут там что-то изменить;
- ◆ им не хватает навыков по проведению операций;
- ◆ их никогда нет рядом/они всегда вмешиваются;
- ◆ не способны произвести добавленную стоимость;
- ◆ обязаны оберегать меня от первых ошибок, но сами делают массу ошибок, хотя при этом сохраняют свои рабочие места;
- ◆ невежественные идиоты (поскольку отвергли мой чудесный план/прикрыли мой превосходный бизнес);
- ◆ обладают властью и не несут ответственности;
- ◆ не представляют себе, что все мои помыслы связаны с данным бизнесом.

## А вот как выглядят предприниматели в глазах венчурных капиталистов:

- ◆ высокомерны, молоды, одержимы;
- ◆ упрямы и не слушают;
- ◆ всегда забывают, что им никак не обойтись без наших денег;
- ◆ склонны к непониманию, что это — не их компания;
- ◆ одержимы оценкой;
- ◆ до безумия оптимистичны;
- ◆ ни в чем нам не доверяют: в случае успеха оказывается, что все заслуги принадлежат им, а нам они давали слишком много власти над их бизнесом; неудачи обусловлены тем, что мы не понимаем их бизнеса;
- ◆ забывают, что для нас это тоже своего рода эмоциональные «американские горки».

Циник мог бы заявить, что предприниматели и венчурные капиталисты просто «запрограммированы» на разобщенность. И все же обе стороны нуждаются друг в друге. Понимание трений, возникающих между ними, может оказаться полезным для устранения этих трений. Эти две группы не могут прийти к согласию даже по поводу того, как им называть друг друга. Венчурные капиталисты так и величают себя «венчурными парнями». В Европе они иногда обходятся простым словом «инвесторы». Предприниматели, между тем, для обозначения венчурных капиталистов пользуются сокращением ВК (venture capitalists — VC), которое можно произнести с различной степенью пренебрежения. Венчурные капиталисты *никогда* не называют себя «ВК».

Когда дела идут неплохо, конечно, каждая сторона согласна тешить самолюбие другой. В самом деле, почти каждая сделка начинается как своего рода «любовный роман». У предпринимателя горят глаза, после того как его допустили в волшебный мир после месяцев изнурительной работы, в то время как венчурный капиталист, «протолкнувший» компанию через свой инвестиционный комитет, также переживает эмоциональный подъем, будучи уверенным, что данная инвестиция явится своего рода «хитом», который приведет к увеличению капитала всего фонда.

Однако в трудные времена две стороны могут начать работать друг против друга. Как сказал один желчный предприниматель: «Венчурные капиталисты — это горстка людей, большинство которых никогда не управляло бизнесом. Они верят в свою проницательность. Большая часть из них происходит из обеспеченных семей. Они не станут марать свои ручки. Они полагают, что управлять компанией может любой дурак. Они думают, что именно *им* о деньгах известно все».

Человеческие качества истинных предпринимателей и сегодняшних венчурных капиталистов значительно различаются. Помимо проницательности и напористости истинный предприниматель обладает безжалостностью, значительной устойчивостью к риску, а также способностью оправляться от удара даже после череды отказов. Один американский психиатр предположил, что основатели компаний испытывают состояние, которое называется «психологической убежденностью». Вы знаете, что вы правы, даже невзирая на существующие факты (такое же качество свойственно и диктаторам). Как заметила профессор Кэри Купер из UMIST, значительная часть предпринимателей пережила в детстве события, связанные с утратами: развод, потерю одного из родителей, отвержение властью (учителями, которые были убеждены в их тупости). Они хотят что-то доказать, приобрести контроль над миром, который они не могли контролировать, когда были детьми. Они быстро принимают решения,

часто поступают в соответствии с чутьем и инстинктом. При этом им несвойственно замешательство.

С другой стороны, в обязанности венчурных капиталистов вовсе не входит принятие на себя рисков, и если оставить в стороне крайности в эпоху бума, то венчурные капиталисты на удивление склонны избегать риска. В конце концов, они управляют деньгами других людей. У них есть время на то, чтобы делать это хорошо (или, по крайней мере, пытаться делать это хорошо). В отличие от предпринимателей, они никуда не торопятся. Нынешние европейские венчурные капиталисты, как правило, являются выпускниками престижных университетов. Они мобильны, сфера их деятельности охватывает весь мир, они наделены всевозможными научными степенями, и зачастую они — дети богатых родителей. Слишком многие из них являются бывшими инвестиционными банкирами. Они обучены быть вдумчивыми, применяют ко всему аналитический подход и чувствуют себя более уверенно, если обладают большим количеством всевозможных данных. Формирование инстинктивного видения людей, компаний и рынков дается не так уж легко, и принятие быстрых решений вовсе не входит в их обязанности. Венчурные капиталисты редко говорят «да» (делкам), однако, будучи мастерами уклончивых ответов, они также редко говорят и «нет».

Придирчивость венчурных капиталистов по отношению к предпринимателям не в последнюю очередь вызвана их стремлением обезопасить предоставленный им капитал от возможных рисков. Они не собираются тратить годы своей жизни на одно-единственное предприятие. В трудные времена, когда начинающие компании урезают расходы и увольняют сотрудников, венчурные капиталисты продолжают развезать в первом классе и жить в шикарных отелях. Несмотря на специфику своего бизнеса, они вовсе не готовы к неудачам. Как пишет Билл Хэмбрехт (Hambrecht, 1984): «Все любят поговорить о риске, но в действительности риск нравится, только, если задуманное удается».

В то время как предпринимателю частенько приходится иметь дело с отказами — со стороны инвесторов, клиентов, потенциальных работников, — венчурные капиталисты располагаются на другом конце этих своеобразных «качелей», поскольку их время уходит на отвержение предложений, отклонение запросов. Кроме того, многие основатели компаний являются темпераментными одиночками (даже если они работают в сотрудничестве с одним или двумя соучредителями). Один из самых проницательных лондонских венчурных капиталистов заметил по этому поводу: «Многие предприниматели являются параноиками-одиночками, так что с ними непросто создать товарищество и организовать траст». Венчурные



капиталисты, напротив, как правило, состоят в приятельских отношениях и очень легко договариваются друг с другом. Один любезный предприниматель, который в период организации фонда регулярно посещал сетевые собрания венчурных капиталистов под названием «Химия» (The Chemistry), рассказал, что кастовое поведение венчурных капиталистов неизменно заставляло его ощущать себя чужаком. Единственной чертой, объединяющей представителей этих двух групп, является их принадлежность к «альфа-самцам» (или самкам) с завышенным самомнением. В Европе в среде предпринимателей стало достаточно модным высказывание: «Мой венчурный капиталист — бесполезен».

Хотя истинный предприниматель, как правило, в свое время был выгнан из школы или университета, существует и иная разновидность основателей компаний, особенно распространившаяся в эпоху бума и по-прежнему продолжающая играть важную роль. Речь идет о людях, посещавших бизнес-школы вместе с венчурными капиталистами и принадлежавших к одному с ними выпуску. По моему опыту, это не снижает напряженности в отношениях между ними. Каждый из них думает, что может выполнять работу другого и в значительной степени недооценивает существующие между ними различия, которые указаны выше.

Венчурные капиталисты редко признают, что значительная часть их работы состоит в налаживании взаимодействия между людьми, т. е. лежит в сфере, где сверхобразованные люди с аналитическим складом ума часто попадают впросак.

Чарльз Уайт, основатель Greylock, выдающейся американской венчурной фирмы, изложил несколько старомодных принципов венчурного капитала:

*— Мы стараемся нанимать благовоспитанных представительных людей с хорошим образованием, которые желают внести свой вклад в работу опекаемых ими компаний и не сосредоточены исключительно на зарабатывании денег. Большинство фирм заявят, что поступают так же, однако мой опыт подсказывает мне обратное. Они наймут самых способных людей, которых только смогут найти... но эти люди часто лишены навыков общения и способности помогать предпринимателям.*

Чарльз Уайт (цитируется по Gupta, 2000, 232)

Один из своих первых успехов в качестве венчурного капиталиста он объясняет тем, что ему удалось наладить отношения с предпринимателем, с которым не удалось ужиться другим инвесторам. Его описание партнерства изображает венчурную отрасль в ее наиболее эффективной форме.

*Часто утверждается, что лучшие венчурные капиталисты получают из бывших предпринимателей, а также то, что одна из основных европейских проблем состоит в нехватке подобных людей по сравнению с США. Однако эти заявления не являются бесспорными (как будет показано в следующих главах). Переход из одной ипостаси в другую далеко не всегда оказывается успешным, и указанные выше особенности каждой группы позволяют нам понять причины этого. Вероятно, лучшие венчурные капиталисты являются почти предпринимателями или смягченным вариантом предпринимателя.*

Недостаточно глубокое понимание природы взаимодействия между венчурными капиталистами и предпринимателями приводит к ненужным трениям. То же самое можно сказать и об отсутствии должной коммуникации между двумя сторонами. Инвесторы зачастую не слишком удачно объясняют предпринимателям свою потребность в «выходе», который представляет собой способ возврата средств *их собственным* инвесторам. Даже терминология здесь является крайне неудачной, поскольку изменение организационно-правовой формы (например, публичное размещение акций) далеко не всегда является выходом для предпринимателя.

Преемственность основателей также является проблематичной, но зачастую скудно освещаемой темой. Данная проблема возникает, когда венчурные капиталисты заявляют, что их инвестиционные решения основаны на «поддерживающем менеджменте». Каким же образом, в таком случае, они внезапно, в процессе осуществления инвестиции, решают выгнать основателя и нанять опытного исполнительного директора? Ответ состоит в том, что менеджмент является динамическим, а не статическим понятием и на разных этапах существования компании могут понадобиться навыки различных людей. Мысль о том, что вашей компанией может управлять кто-то еще, возможно, покажется отвратительной, однако смена управляющих может быть произведена должным образом. Некоторые из лучших основателей осознали потребность в переменах и осуществили плавный переход к новым ролям. Другие обладают достаточными навыками, чтобы приспособиться и сохранить за собой власть. Однако венчурные капиталисты нередко не так умны, как хотелось бы, и, что еще хуже, многие из них производят смену менеджмента просто потому, что не могут придумать ничего лучшего (это еще одна из причин, по которым следует тщательно изучать потенциальных инвесторов). И не спрашивайте о собственных планах венчурной фирмы по поводу преемственности. Их собственные планы в отношении организации своей собственной смены известны своей беспомощностью.

Другим распространенным источником конфликта является несовпадение амбиций. Если венчурный капиталист хочет заработать 100 млн долл., а вам хватило бы и 5 млн, то будут сохраняться разногласия в отношении желаемого типа компании, которую вы строите.

Очевидные эксцессы, которые имеют место после того, как «пузырь» лопнет, дают повод для модной сейчас критики американской венчурной отрасли. И многие уроки еще свежи в памяти, например, важность духа партнерства. Не менее важно и умение мыслить масштабно. Брюс Данлеви, партнер калифорнийской фирмы Benchmark Capital, в свое время пытался убедить британского основателя компании в том, что есть все возможности раскрутить бизнес до 1 млрд долл. (даже в период спада). «Мне вполне хватит 5 млн фунтов, — твердил предприниматель, пока один из лучших американских венчурных капиталистов стоял перед ним с открытой чековой книжкой. — Это позволит моим детям закончить университет, а мне — купить еще один дом».

В современных условиях реализм важен, однако он не означает, что нужно чрезмерно усмирять свои амбиции. Работая с венчурным капиталистом, помните, что вопреки всем его утверждениям, это все же проще «высоколобой науки».

## Библиография

- Gupta, U.** (ed.) (2000) *Done Deals: Venture Capitalists tell their stories*, Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Hambrecht, W.** (1984) 'Venture Capital and Silicon Valley', *California Management Review*, 26 (2): Winter 1984, The Regents of the University of California.
- Kunze, Robert J.** (1990) *Nothing Ventured: the perils and pay offs of the great American venture capital game*. New York, HarperBusiness, 1990.
- Sahlman, W. A. and Stevenson, H. H.** (1987) Copyright © 1987 by the President and Fellows of Harvard College. Учебные заметки Гарвардской школы бизнеса (Harvard Business School teaching note) 'Capital market myopia'. Подготовлены адъюнкт-профессором William A. Sahlman и профессором Howard H. Stevenson. Перепечатывается с разрешения Harvard Business School.

## Ссылки

Новостные сайты венчурных фирм/информация об отрасли венчурного капитала

[www.privateequityonline.com](http://www.privateequityonline.com)  
[www.altassets.net](http://www.altassets.net)  
[www.evcj.com](http://www.evcj.com)

[www.tornado-insider.com](http://www.tornado-insider.com)  
[www.vcexperts.com](http://www.vcexperts.com)  
[www.ventureone.com](http://www.ventureone.com)  
[www.ventureeconomics.com](http://www.ventureeconomics.com)  
[www.vcapital.com](http://www.vcapital.com)  
[www.privateequitycentral.net](http://www.privateequitycentral.net)

*Отраслевая статистика:*

Лидирующие компании

в отрасли:

В США

В Европе

[www.pwcmoneytree.com](http://www.pwcmoneytree.com)  
[www.evca.com](http://www.evca.com)



И ВЫ БУДЕТЕ ТАМ СТОЯТЬ, ПОКА НЕ НАУЧИТЕСЬ БОЛЬШЕ УВАЖАТЬ СВОЕГО ВЕНЧУРНОГО КАПИТАЛИСТА.



ЧАСТЬ ПЕРВАЯ

# Отрасль





## Внутри венчурной отрасли

Если вы хотите преуспеть, то вам следует искать новые пути, а не ходить по истоптаным дорогам достигнутого успеха.

Джон Д. Рокфеллер

### Нечто под названием «товарищество с ограниченной ответственностью»

О том, где найти деньги на финансирование новых проектов, которые убыточны на первоначальной стадии своего существования, задумывались еще во времена Древнего Вавилона, 4 тыс. лет тому назад.

*В эпоху Хаммурапи, правившего в Вавилоне в 18 в. до нашей эры, появилась новая для того времени форма частного предпринимательства — частное товарищество, в котором одна группа лиц предоставляла капитал, а другая руководила торговым предприятием и участвовала в прибыли.*

Луц (1932, р. 335–355)

Однако современная отрасль венчурного капитала намного моложе. Ее корни можно обнаружить в предпринимательских инвестициях, произведенных в конце 19 в. — начале 20 в. богатыми американскими семьями (Рокфеллерами, Фиппсами, Вандербильтами). Однако первые реальные

институты были сформированы сразу после Второй мировой войны, что было ознаменовано основанием корпорации American Research and Development (ARD). Аналогичная организация появилась и в Великобритании. Речь идет о Промышленной и торговой финансовой корпорации (Industrial and Commercial Finance Corporation — ICFC), предшественнице компании Zi, представляющей собой один из самых известных европейских брендов в сфере венчурного капитала. Нельзя сказать, что сегодняшние венчурные фирмы в точности похожи на какую-либо из этих организаций. Основателями ARD выступили Массачусетский технологический институт и другие организации, одной из целей которых была коммерческая реализация технологий, разработанных во время Второй мировой войны. ARD стала фондом, акции которого котировались на фондовой бирже. Денежные средства для него предоставлялись в основном частными лицами (после того как не удалось привлечь институциональных инвесторов). Перед ICFC стояла более широкая задача — решение проблем мелких и средних компаний, получающих доступ к долгосрочному капиталу, а ее участниками были крупные британские розничные банки, а также Банк Англии.

Товарищества с ограниченной ответственностью, являющиеся в США классической венчурной структурой, утвердились только в 1960-х или 1970-х годах. Именно такую организационно-правовую форму имели все известные фирмы Кремниевой долины — Kleiner Perkins Caufield & Byers, Sequoia, Accel, Mayfield, Greylock. Эта модель в своей чистой форме (см. ниже) была также использована в Европе такими фирмами, как Amadeus Capital Partners в Великобритании и Capricorn Ventures в Бельгии. Однако в то же время европейский ландшафт прямого инвестирования явно более разнообразен. Многие венчурные фирмы выросли в качестве подразделений крупных финансовых институтов. В Европе, где экспериментируют чаще, некоторые фирмы, например, основаны скорее как компании, чем как товарищества.

Одно из самых значительных отличий состоит в том, что в Соединенных Штатах выкуп и венчурный бизнес независимы, а в Европе они в очень большой степени переплетены. Фирмы, подобные Arah Partners, являются «многостадийными», т. е. они из единого фонда инвестируют в компании, находящиеся на разных этапах развития (как в молодые, так и в более зрелые). Структуры же на основе так называемой «модели сбора активов» (asset gatherer model) можно обнаружить по обеим сторонам Атлантики. Carlyle Group, фирма базирующаяся в Вашингтоне, использовала этот подход на пути своего превращения в одну из крупнейших в мире компаний прямого инвестирования. Сутью этой модели является организация системы фондов,

каждый из которых осуществляет инвестиции в определенной области, например, в венчурный капитал, выкупы, недвижимость и так далее. Фирма Doughty Hanson, которая в числе своих структур имеет технологический венчурный фонд, представляет собой уменьшенную европейскую версию подобного подхода.

Основной принцип товарищества с ограниченной ответственностью (ТОО) (limited liability partnership — LLP) довольно прост. Инвесторы, называемые партнерами с ограниченной ответственностью (limited partners — LPs), в число которых входят такие организации, как пенсионные фонды, страховые компании, банки, университетские фонды пожертвований, благотворительные фонды, корпорации, а также богатые частные лица, — вносят паи в фонд с фиксированным сроком существования, управляемый венчурной фирмой, т. е. генеральным партнером (ГП) (general partner — GP). Среди известных европейских инвесторов, занимающихся прямым инвестированием, можно найти самые разные организации: от фонда Wellcome Trust, занимающегося благотворительностью в сфере исследований, до датских пенсионных фондов, подобных PGGM и немецкой страховой компании Allianz. Одним из крупнейших в Европе источников капитала для отрасли служат также банки (хотя в настоящее время многие из них оставляют данную сферу, поскольку обнаружили, что доходы от данной группы активов очень непостоянны). В целом, европейские организации не так быстро осваивали прямое инвестирование по сравнению со своими американскими коллегами (отчасти вследствие «сжигания капитала»\* на многих предприятиях в 1980-е годы). Однако в настоящее время все большее количество фирм «пробует воду у берега». Предприниматели, в прошлом заработавшие деньги благодаря венчурному капиталу, также получили шанс осуществить инвестиции в фонды, хотя это явление более распространено на зрелом американском рынке.

Широкое распространение товариществ с ограниченной ответственностью обусловлено не тем, что эта организационно-правовая форма лучше других подходит для наращивания потенциала молодых компаний, а налоговыми преимуществами. Товарищество с ограниченной ответственностью позволяет инвесторам отражать свои вложения в отчетности как «прямые инвестиции в компании», чтобы не платить дважды (один раз, когда фонд получает прирост капитала при продаже активов, а второй раз — когда они сами получают доход). В то же время сами по себе соглашения о товариществе остаются «юридическим раем», особенно в Европе, учитывая

---

\* «Сжигание капитала» — потребление компанией изысканных финансовых ресурсов для реализации нового проекта до начала получения доходов от него. — *Прим. ред.*

исключительную запутанность бесчисленных налоговых и правовых режимов. С точки зрения генерального партнера лучшим свойством данной организационно-правовой формы является ее закрытость, поскольку товарищество в целом переставляет собой своего рода офшорную структуру, скрытую от глаз публики.

## Партнеры с ограниченной ответственностью

Различия между партнерами с ограниченной ответственностью и генеральными партнерами довольно туманны и сбивают с толку даже самих участников отрасли. Проще всего запомнить, что партнеры с ограниченной ответственностью называются так, поскольку их риск ограничивается размерами их инвестиций — и не более того. Таким образом, их власть также ограничена соответствующим образом. Хотя они могут заседать в консультативном совете, у них нет права вмешиваться в конкретные инвестиционные решения или в управление товариществом. Теоретически они могут отвергнуть генерального партнера — обычно для этого требуется набрать 75% голосов — однако, как это ни удивительно, на практике подобное случается не так уж часто.

Большинство фондов имеет 10-летний срок существования. При этом большая часть средств обычно инвестируется в компании, составляющие портфель, в течение первых 3–4 лет (в период бума этот период намного короче), а оставшаяся часть денег приходится на последующие раунды финансирования портфельных компаний. Затем, в последующие годы, когда венчурные капиталисты дожидаются реализации или «выходят», настает время получить доход (поступления) компании. Поступления, которые состоят из суммы первоначальных вложений плюс прибыль (если все прошло хорошо и прибыль есть), передаются инвесторам, а не реинвестируются, и в конце своего срока существования фонд ликвидируется. С точки зрения инвесторов, подобный порядок дисциплинирует генерального партнера, заставляя его предпринимать меры в отношении бездействующих объектов инвестирования (называемых на отраслевом жаргоне «живыми мертвецами»), т. е. тех, которые и не банкротятся, и не оставляют возможностей для приемлемого выхода.

В прошлом инвесторы вкладывали все свои денежные средства в самом начале, размещая их на депозите, используемом по мере надобности, что значительно снижало доходность этих инвестиций. Ныне венчурные фирмы предоставляют средства постепенно, что теоретически дает возможность партнерам с ограниченной ответственностью разместить средства где-либо

еще — до тех пор, пока они не будут востребованы. При таких условиях эффективность венчурного капитала, определенно, кажется более высокой, хотя итоговый результат для партнеров с ограниченной ответственностью вызывает сомнения. Как правило, фирмы привлекают дополнительные средства каждые 3–4 года, хотя ажиотаж в период бума сокращает этот срок до каждых 12 месяцев.

## Кто является клиентом?

Это — предприниматель, разве не так? В конечном счете венчурные фирмы соперничают за внимание руководителей лучших начинающих компаний. Например, фирма Benchmark из Кремниевой долины объявляет своей задачей «помощь талантливым предпринимателям в построении выдающихся технологических компаний». Билл Герли, партнер Benchmark, утверждает: «Мы рассматриваем венчурный капитал как отрасль, производящую услуги. Мы работаем для предпринимателя и ни для кого более». Если бы все было так просто!

Как мы видели, денежные средства поступают от партнеров с ограниченной ответственностью. Именно они и являются реальными клиентами, несмотря на то, что даже сами венчурные капиталисты признают это крайне неохотно. Ирония состоит в том, что в благополучные времена (особенно это касается 1990-х годов) генеральные партнеры третировали партнеров с ограниченной ответственностью и почти не обращали на них внимания. Спад заставил генеральных партнеров изменить манеру поведения. Предпринимателю важно иметь представление о том, откуда венчурные капиталисты берут средства для своих фондов, поскольку это помогает понять их мотивацию и проблемы и, таким образом, спрогнозировать их наиболее вероятное поведение.

Венчурных капиталистов всегда волнует вопрос выхода, обеспечивающего инвесторам получение дохода. Повестка дня другого клиента — предпринимателя — далеко не всегда находится в согласии с этой целью. Вместе с тем, бывает, что во времена спада венчурные капиталисты продолжают финансировать компании, нежизнеспособность которых в долгосрочной перспективе для них очевидна. Зачем? Чтобы не показывать инвесторам все убытки сразу.

Когда речь заходит об эффективности, нельзя обойтись без доли иронии. В благополучные времена венчурные капиталисты приносят потрясающие доходы, создавая хорошее впечатление у своих партнеров с ограниченной ответственностью. Однако с точки зрения предпринимателей ситуация

выглядит несколько по-иному. Способность венчурных капиталистов зарабатывать значительные денежные средства зиждется на их умении «вытряхивать» средства из своих портфельных компаний. Ответ венчурных капиталистов на это прост: если доходы действительно высоки, то каждый получает достаточно большую «добычу», чтобы не задаваться подобными вопросами.

## Формирование фондов

Предприниматели затрачивают на привлечение средств массу времени. И все же они могут найти некоторое утешение, видя, каких усилий стоит создание фондов венчурным капиталистам. В эпоху бума многие фонды формировались в течение нескольких недель, а в более спокойные времена большинству венчурных фирм на это требуется не менее года. Исключением являются лишь лучшие игроки, поскольку они могут обращаться к потенциальным инвесторам со всего мира.

Не удивительно, что этот процесс вызывает у предпринимателей отвращение. В конечном счете проблема состоит в унижительности роли. Предприниматели считают, что инвесторы со своими консультантами ставят их в невыгодное положение, проводя допросы с пристрастием и требуя ответов на щекотливые вопросы. Но ставки последних очень высоки. Если неудача предпринимателя в поисках венчурного капитала может привести к банкротству его фирмы, то для венчурного капиталиста отсутствие нового фонда — это верная гибель.

Однако реальное положение, как и многое другое в мире венчурного капитала, зависит от вас самих. Ведущие венчурные капиталисты из Кремниевой долины, многие из которых имеют за плечами 8–10 фондов, обладают опытом, позволяющим заказывать музыку. На их фондах давным-давно висит табличка «вход по приглашению», иными словами, они закрыты для всех, кроме существующих партнеров с ограниченной ответственностью, которыми в основном являются уважаемые фонды пожертвований и благотворительные фонды, а не крупные государственные пенсионные фонды.

В августе 2000 г. я навестила компанию Kleiner Perkins, когда она формировала новый фонд. «Мыльный пузырь» интернет-компаний уже успел взорваться. И все же Кремниевая долина была полна энтузиазма, принимая во внимание тот факт, что сектор телекоммуникаций процветал, а сокращение расходов на IT пока еще не ощущалось. «Собирается ли фирма привлекать новых инвесторов?» — спросила я. «Да, это родной

университет одного из наших новых партнеров», — прозвучало в ответ. В то время за пределами фирмы обсуждался вопрос о том, сможет ли Kleiner Perkins сформировать очередной фонд исключительно за счет ресурсов своих партнеров. Как утверждалось, фирма заработала столько денег в прошлом, что вполне способна выложить приблизительно миллиард из собственных запасов, не обращая за помощью к партнерам с ограниченной ответственностью. Единственная загвоздка состояла в том, что это могло не понравиться лояльным партнерам, которые могут понадобиться во времена (тогда казавшиеся отдаленными), когда денежные средства не будут такими доступными.

В благополучные времена подобные фирмы могут в некотором смысле «тиранить» своих партнеров с ограниченной ответственностью. Те фирмы, которые отказывались финансировать очередной фонд, имели мало шансов на участие в будущих проектах. Как рассказывал один инвестор, когда компания Benchmark в 2000 г. формировала фонд на сумму 750 млн долл. для инвестиций в Европе, она прибегала к тактике настоящего выкручивания рук. Хотя дело было в разгар технологического бума, некоторые, включая нашего инвестора, задавались справедливым вопросом, можно ли повторить американский успех в условиях Европы, которые столь сильно отличаются. На это ему было сказано, что «либо он присоединяется к европейскому проекту, либо может забыть об участии в будущих американских фондах». Ни один из местных европейских фондов пока не претендовал на столь культовый статус.

В период спада, когда партнеры с ограниченной ответственностью лишились немалых сумм из-за генерального партнера, вложившего их в «мыльный пузырь», стороны поменялись местами. Даже самым выдающимся фондам пришлось уделять больше внимания своим партнерам с ограниченной ответственностью, припомнившим то надменное отношение, с которым они сталкивались в благополучные времена. Один американский партнер с ограниченной ответственностью однажды так отозвался о своих партнерах из венчурного предприятия, которое слишком много о себе вообразило: «Надеюсь, их трофейным женам теперь самим приходится заниматься уборкой». В это, конечно, верится с трудом, поскольку венчурные капиталисты, по крайней мере в Соединенных Штатах, в большинстве своем заработали фантастические суммы денег, что, в свою очередь, усиливает напряжение между партнерами с ограниченной ответственностью и генеральными партнерами. Более того, фирмы, которые привлекли крупные средства в период бума, продолжали получать многомиллионные доходы в качестве вознаграждения за управление средствами. При этом они сидели на капитале, который

не инвестировали, демонстрируя ужасные результаты управления доверенными им деньгами.

Еще один острый момент состоит в том, что люди, обладающие возможностью предоставить капитал, часто сами получают весьма скромные зарплаты (как, например, сотрудники государственных пенсионных фондов или университетов). Нередко они возмущаются по поводу зарплаток генеральных партнеров, как по профессиональным, так и по личным соображениям. Генеральным партнерам приходится прибегать к лести, если они хотят заполучить денежные средства. Впрочем, в частной обстановке они не делают секрета из того, как ежегодные собрания инвесторов превращаются в «замечательный пикник» для этих «безденежных» личностей.

## Альтернативные структуры

Определенная доля венчурных операций приходится на финансовые учреждения, особенно в Европе. Некоторые участники венчурной отрасли, известные как «кэптивные структуры», инвестируют целиком за счет ресурсов материнских организаций, в то время как другие — «полукэптивные» — привлекают часть своего капитала от внешних институциональных инвесторов. В целом, крупные финансовые группы оказались неважными игроками рынка прямого частного инвестирования — их политика и бюрократический аппарат не слишком хорошо вяжутся с венчурной игрой, кроме того, существует масса возможностей для конфликта интересов. Как уже отмечалось, обязательства материнских компаний по отношению к прямому инвестированию часто носят довольно циклический характер. По этой причине некоторые финансовые группы стремятся обрести независимость. Партнеры по инвестициям знают, что они, скорее всего, заработают куда больше денег, если им не придется делиться своими заработками с какими-либо материнскими структурами. И, что более важно, банковская иерархия мало совместима со щедрыми стандартами вознаграждения, применяемыми в независимых венчурных фирмах (см. ниже). Вряд ли она допустит, чтобы третьеразрядный работник венчурного подразделения получал больше, чем глава банка.

С точки зрения предпринимателей, у кэптивных фондов есть определенные преимущества. Например, склонность банков опираться в своей инвестиционной деятельности исключительно на собственные ресурсы оборачивается более умеренными требованиями к доходности, что делает этот вид капитала более дешевым. С другой стороны, менее привлекательная



система вознаграждения для лиц, ответственных за управление инвестициями, нередко приводит к формированию посредственных команд. Усугубляет ситуацию и бюрократическая система принятия решений. Более того, хотя толстые кошельки крупных финансовых учреждений, возможно, выглядят весьма привлекательно, на практике их обладатели могут оказаться весьма ненадежными партнерами. Благоприятные рыночные условия будут стимулировать их появление на рынке, смена же экономического климата, осознание совершенных ошибок, а также изменение других факторов, таких как государственное регулирование, приведут к их немедленному исчезновению.

В то же самое время венчурная фирма, организованная по принципу корпорации, а не товарищества, не является чем-то исключительным, особенно в континентальной Европе. При образовании венчурной компании b-business partners, гибридной структуры, учрежденной в основном шведскими корпорациями, ее тогдашний исполнительный директор Ганс-Дитер Кох простодушно заявил, что фирма, организована по принципу компании, поскольку «это — то, что мы понимаем». Предприятия, устроенные именно таким образом, оправдывают свой выбор тем, что он позволяет устранить неотступное стремление к «выходу», преследующее фонды с ограниченным сроком существования. Впрочем, пока нельзя сказать, что модели, преобладающей в Кремниевой долине, что-либо угрожает.

Во многих случаях основным фактором превращения в корпорацию была привлекательность публичных рынков. В конце 1990-х годов, когда интернет-холдинги CMGI и Internet Capital Group достигли максимальной капитализации (40 и 50 млрд долл. соответственно — в начале 2000 г.), блеск товариществ с ограниченной ответственностью стал несколько тускнеть. Я вспоминаю завтрак с одним напуганным венчурным капиталистом, который раздраженно говорил: «Мой доллар — это просто доллар, их же доллар стоит множество долларов. Как я могу с ними состязаться?». На эти предприятия распространялись непомерные оценки публичных рынков, а это означало, что на начальных этапах финансирования они могли предложить более высокие оценки, чем их частные соперники. Большинство вполне устойчивых венчурных фирм, по меньшей мере, обдумывали вопрос о возможной реструктуризации с целью выхода на публичный рынок (впрочем, вскоре рыночный крах лишил их подобного шанса).

Примером европейской венчурной фирмы новой волны, организованной скорее как частная корпорация, чем как ТОО, стала компания Emerging Technologies. Эта шведская «падающая звезда» была создана на основе портфеля «ангельских инвестиций», произведенных известным шведским

предпринимателем Челлем Спаангбергом, работающим в области информационных технологий, и Euroratweb, агентством с капиталом в 500 млн евро, которое специализируется на инвестициях в интернет-компании и было основано выдающимся французским бизнесменом Бернаром Арно. Некоторым компаниям удалось выйти на публичный рынок, среди них, например, датская компания 2М, которая зарегистрировалась в качестве корпорации в 2000 г. и подала заявление о банкротстве в июле 2002 г. Сегодня это поколение фирм поредело, оставив после себя только горстку компаний, акции которых котируются на рынке. По большей части, это ветераны отрасли, такие как компания 3i, которая была организована как инвестиционный траст, в 1994 г. попала в листинг Лондонской фондовой биржи и была включена в индекс крупнейших британских публичных компаний FTSE 100. На сегодняшний день она считается самой выдающейся венчурной фирмой в Европе, акции которой котируются на публичном рынке.

В целом, публичные рынки — не слишком дружелюбное место для венчурных фирм, портфели которых, состоящие из акций частных компаний, весьма трудно оценить даже искушенным инвесторам. Переоцениваемые в периоды бума, они весьма жестко наказываются в период торжества «медведей», что весьма неблагоприятно сказывается на их способности привлекать новые средства. Компания 3i является достаточно крупной, чтобы не нуждаться в слишком частых эмиссиях своих акций на публичных рынках. Однако ее статус публичной компании, определенно, не помог ей, когда она пыталась обрести почву под ногами в период краха «технологического пузыря».

В Европе хватает и государственных источников финансирования. Некоторые крупные программы, такие как Европейский инвестиционный фонд (European Investment Fund), подразделение Европейского инвестиционного банка (European Investment Bank), чаще предпринимают инвестиции посредством фондов венчурных фирм, чем прямые инвестиции. Два наиболее активных германских агентства — TVG и KfW — занимаются своей инвестиционной деятельностью в сотрудничестве с венчурными фирмами, однако могут иметь дело и непосредственно с предпринимателями. Другие структуры, производящие прямые инвестиции, варьируют от Enterprise Ireland и Industrifonden (Шведский фонд развития промышленности) до финансируемых государством региональных фондов венчурного капитала, организованных в 10 регионах Англии. В этой книге мы не стали рассматривать вопрос о роли государственного сектора в поддержке венчурного финансирования. Стоит лишь заметить, что характерной чертой подобных организаций является жесткий контроль качества. Кроме того, в качестве

предпринимателя вы с меньшей вероятностью получите такую же весомую поддержку, как при обращении к хорошему институциональному венчурному капиталисту.

## Кто есть кто

Классическая фирма венчурного капитала из Кремниевой долины представляет собой небольшую предпринимательскую организацию, управляемую людьми, а не процедурами. Структура носит «горизонтальный» характер, невелика по размерам и состоит из горстки партнеров, нескольких участников и некоторого количества аналитиков (а ряд фирм вообще обходится без аналитиков и участников). Кроме того, к работе фирмы иногда привлекаются один или два местных предпринимателя, частных лица, которым поручается построение компании, обычно не первой в их карьере. Более ответственную функцию выполняют так называемые «венчурные партнеры», т. е. лица, имеющие деловой опыт и совмещающие работу в фонде с другими обязанностями. Они помогают оценивать инвестиционные сделки и заседают в правлении одной или двух портфельных компаний. Практически самые громкие имена в отрасли принадлежат небольшим фирмам — Kleiner Perkins, например, имеет 14 партнеров. Значительная часть венчурного бизнеса по-прежнему носит кустарный характер. Неиерархическое товарищество с изменчивой структурой имеет множество очевидных преимуществ с точки зрения работы в условиях неопределенности, с которыми приходится сталкиваться инвесторам, финансирующим компании на самых ранних стадиях. Хотя в техническом смысле структура может быть «горизонтальной», какая-то иерархия все же формируется, особенно, если основатели все еще присутствуют где-то рядом. Хотя процесс принятия решения пытаются представить широкой публике как «достижение полного консенсуса», в действительности, может существовать партнер, от мнения которого зависит все. Многие фирмы из Кремниевой долины попадают в сферу действия так называемой «культуры звезд», когда один или два инвестора (такие, как Джон Доуэрр и Винод Хосла из Kleiner Perkins в конце 1990-х годов) распоряжаются всем действием.

Пока этот процесс можно охарактеризовать термином «меритократия», т. е. когда сотрудники компании, совершающие сделки и приносящие ей существенные доходы (в оригинале: *rainmaker* — «человек, вызывающий дождь». — Прим. ред.), постепенно становятся ее лидерами, подобная схема может работать вполне эффективно. Многие профессиональные

фирмы в области услуг функционируют аналогичным образом. Однако в действительности венчурные фирмы печально известны своей неуклюжестью при решении критически важных вопросов своей деятельности. Особенно это касается проблемы преемственности. Блестящий инвестор подчас совершенно не заинтересован в построении организации, которая переживет его, и, вполне возможно, ему будет не доставать терпения для пестования преемника. Разделение прибыли между партнерами также часто становится предметом значительных разногласий. Если основатели претендуют на слишком большое вознаграждение, то младшие работники, фактически выполняющие основную часть работы, естественно, почувствуют себя разочарованными. Партнеры, вышедшие на пенсию обладателями 80-футовых яхт, но продолжающие прибирать к рукам значительную часть прибыли, усугубляют проблему. С недавних пор лучшие фирмы стали предпринимать шаги с целью повышения профессионализма, нанимая менеджеров высшего звена и совершенствуя процесс принятия решений.

По другую сторону спектра находятся организации с более развитой институциональной структурой. В качестве примера можно привести фирму 3i, кажущуюся пока белой вороной, поскольку ее можно назвать скорее «финансовым учреждением, специализирующемся на прямом инвестировании», чем «компанией прямого инвестирования». Это — глобальная иерархическая организация, на которую работают 300 специалистов по инвестированию и 600 человек вспомогательного персонала. Здесь присутствуют масштаб и глубина, однако квалификация сотрудников и их влияние в компании различны, и портфельным компаниям в процессе работы с фирмой 3i часто приходится иметь дело с менеджерами по работе с клиентами, обладающими разным влиянием.

Где-то в середине этой шкалы фирм находится Arah Partners, другая международная группа, которая построила квазиинституциональную структуру со множеством комитетов и очень формальным инвестиционным процессом. Вместе с тем, эта группа во многих отношениях сохранила черты товарищества прямого инвестирования и тесные личные отношения с портфельными компаниями.

## Проблемы определения масштабов

Хотя венчурные капиталисты занимаются консультированием предпринимателей по вопросам требуемого масштаба их компаний, в большинстве своем они сами не знают, как им управляться с этой задачей, касается ли

это размеров или географического охвата. Венчурный бизнес — в том виде, как он развился в США, особенно в Калифорнии, — опирался на небольшие неформальные товарищества и тесные личные связи на местном уровне. Стало привычным утверждать, что венчурные капиталисты из Кремниевой долины интересуются только компаниями, географическое положение которых ограничивается совсем небольшой территорией (в основном речь идет о районе Залива Сан-Франциско). С точки зрения обитателей Западного побережья, Европа была удаленным местом и олицетворением всего второсортного (как в области технологий, так и в области их финансирования). Когда компания Benchmark в 2000 г. запускала свой Европейский фонд, то один из американских партнеров похвастался на европейской конференции тем, что он никогда не проводил за пределами США более 3 недель.

Создание более крупных фирм требует усложненных институциональных структур. Поразительно, что фирмы с развитым институциональным устройством в значительной мере представлены европейскими компаниями, такими как Arah Partners. В то время как репутация американских венчурных капиталистов основывается на заключенных сделках, сэр Роналд Коэн, основатель и президент Arah, известен, главным образом, благодаря фирме, которую он построил. Это объясняется рядом причин — создание предприятий в Европе происходит в условиях более формальной деловой культуры. Лишенные благотворного воздействия главного источника инновационных технологий, подобно тому, что питал рост Кремниевой долины, европейские венчурные капиталисты вынуждены шире распространять свои сети. «Многостадийный» подход, слияние выкупов и венчурного бизнеса требуют построения более крупных и в большей степени международных фирм, поскольку более весомые фонды, доступные таким фирмам, позволяют им покрывать накладные расходы зарубежных офисов и т.п. Несколько американских фирм, рано вышедших на международный уровень, таких как Warburg Pincus и General Atlantic, базируются на Восточном побережье и применяют «многостадийный» подход, так что они находятся ближе к европейской деловой культуре, чем развивающаяся по законам свободного рынка Калифорния. Тем не менее, более крупным фондам труднее заключать небольшие сделки, что, в свою очередь, усугубляет отсутствие масштабируемости, которое имеет место в отрасли.

В период бума американские венчурные капиталисты потекли в Европу с пробуждающимся осознанием того факта, что США далеко не всегда обладают монополией на технологические инновации — особенно, в области беспроводной технологии. С изрядной долей высокомерия они учили

европейцев искусству построения компаний (заклинание американской венчурной отрасли). Ирония, вероятно, покинула многих из них, когда на подготовку компаний к первоначальным публичным предложениям пришлось затрачивать по 18 месяцев и количество создаваемых новых компаний стало меньше, чем за всю их историю. Трудности заключались не только в отсутствии должного внимания к чужой культуре, но и в масштабах компаний. Компания Geosarital, одной из первых обосновавшаяся в Лондоне, не могла похвастать своими размерами, однако весьма усердно пыталась действовать как крупная организация. В своем презентационном слайде (в программе Powerpoint), посвященном начальному периоду работы в Лондоне, она похвалялась тем, что ее «инвестиции к настоящему моменту составили 0,3 млрд долл. и охватили 85 компаний (компания была основана в Форт-Ли, Нью-Джерси, в 1983 г.)». Однако для работы на международном уровне этой небольшой фирме явно не хватало ресурсов.

Даже американские фирмы, заслужившие в США блестящую репутацию, отнеслись к задаче проникновения на европейский рынок спустя рукава. Компания Benchmark Capital начинала свою работу в Лондоне в мае 2000 г. всего с двумя партнерами (один из которых вышел из дела через два года) и фондом в размере 750 млн долл. Только через 18 месяцев, когда третий партнер занял свое место в правлении, у них появилась несколько запоздалая возможность приступить к инвестиционной деятельности. Пока трудно решить вопрос о том, добьется ли хоть одна из немногих оставшихся американских фирм успеха в своих международных начинаниях или же им также придется вернуться в США.

## Рабочая неделя венчурного капиталиста

Понедельник — слишком тяжелый день, если вы хотите обратить на себя внимание венчурного капиталиста, поскольку в этот день в большинстве фирм проходят регулярные встречи партнеров, иногда продолжающиеся по шесть часов и более. Вопросы, стоящие на повестке дня, охватывают широкий круг тем, начиная с сокращения текущего портфеля и перспективных сделок и заканчивая стратегическими вопросами на уровне фирмы в целом. Кроме того, некоторые венчурные капиталисты приглашают на собрания представителей компаний для проведения презентаций на уровне товарищества, что происходит обычно на более поздней стадии принятия решений.

Модель Кремниевой долины избегает формальных подходов, таких как собрания инвестиционных комитетов. Другие же фирмы иногда прибегают к подобным мероприятиям (которые могут входить или не входить в повестку дня заседаний по понедельникам). Компания Арах, например, имеет формальный инвестиционный комитет, который созывается в конце недели, в то время как ее утренние встречи по понедельникам представляют собой просто-напросто часовые сессии (в Лондоне), собирающие в зале для заседаний по 60 человек на трехэтапное обсуждение различных вопросов: от распределения задач для старших руководителей на предстоящую неделю до перспектив выхода.

Так что же венчурные капиталисты делают оставшуюся часть недели? Их работа включает в себя следующие четыре вида деятельности:

- ◆ поиск источников финансирования и оценка возможных сделок;
- ◆ переговоры и осуществление операций;
- ◆ работа в правлении;
- ◆ выход.

## Поиск источников финансирования и оценка возможных сделок

Поток сделок является ключевым элементом конкурентных преимуществ венчурного капиталиста. Самые лучшие возможности сами идут в руки к элите венчурного бизнеса. Большинству же венчурных капиталистов приходится затрачивать массу усилий, вместо того, чтобы просто сидеть и ждать, пока бизнес-планы потекут на их адреса по электронной почте.

Венчурные капиталисты вынуждены наводить мосты между различными сторонами бизнеса: предпринимателями, другими венчурными капиталистами, а также посредниками, такими как инвестиционные банки, бухгалтеры и юристы. Но одно дело осуществлять это в Кремниевой долине, где все фирмы сосредоточены вдоль Сэнд-Хилл Роуд — собраны вокруг немногочисленных центров притяжения (ресторанов *Bucks* в Вудсайде или *Il Fornaio* в Пало-Альто), — а другое дело работать в Европе, в которой отсутствует эквивалент Сэнд-Хилл и процесс с неизбежностью носит более рассеянный характер в географическом отношении. Впрочем, «среду обитания» европейского венчурного капитала также формируют торговые презентации, конференции и события, происходящие в крупных университетских центрах, таких как Кембридж или Мюнхен. Аналитики из фирм венчурного капитала тратят значительную часть своего времени в поисках возможных сделок. Между тем, именно способность отфильтровывать перспективные

транзакции из хаоса деловых предложений является критически важным аспектом работы венчурных фирм. Эффективная оценка включает в себя как выбор предпринимателей для очередных встреч, так и проведение процедуры «дью дилидженс» в отношении компаний и их клиентов. Фирмы, которые действительно занимаются инвестициями в компании на ранней стадии, могут тратить месяцы работы на переделку бизнес-планов, предоставляемых предпринимателями, на помощь в комплектовании команды, поиск места под офис и т. д.

## Переговоры и осуществление операций

Переговоры в классическом понимании этого термина (доля в собственном капитале, оценка и условия сделки) — это ключевой элемент будущего успеха инвестиции с точки зрения венчурного капиталиста. Обеспечение более низкой по сравнению с конкурентом средней оценки инвестиционных сделок, составляющих портфель, может значительно повысить доходы венчурного капиталиста. Соответственно, переплата (опасность, подстерегающая не только в период технологического бума) оказывает крайне негативное воздействие на эффективность. Что касается эффективности, то здесь предприниматели должны помнить, что венчурный бизнес связан с большим риском. Заключение инвестиционных соглашений — это достаточно болезненный и длительный процесс (см. главу 13), и многие инвесторы, особенно в Европе, при ведении переговоров получают большое удовольствие, опуская незадачливых предпринимателей на землю. В ходе работы над инвестиционной сделкой во многих фирмах составляется формальное инвестиционное предложение — документ не менее чем на 50 страниц, предназначенный для глаз партнеров или инвестиционного комитета. Разумеется, этот труд не попадает в руки представителей компаний-претендентов, поскольку он может содержать, например, замечания о выявленных недостатках менеджмента.

## Работа в правлении

Когда сделка заключена, наступает момент истины для предпринимателя, поскольку он выясняет, выполняет ли его новый венчурный капиталист свои обещания о «добавлении стоимости». Большинство венчурных капиталистов занимают места в правлениях портфельных фирм (причем эту миссию выполняют партнеры, а не участники), и лучшие из них едва ли ограничиваются ролью наблюдателей. Именно здесь-то и должна проявиться роль венчурного капиталиста. Одной из ключевых областей, в которых



венчурные капиталисты могут оказать реальную помощь, является подбор сотрудников. Например, Мег Уайтмен, работавшую региональным менеджером производителя игрушек Hasbro на Восточном побережье, убедили оставить свою престижную должность и переехать вместе с семьей через весь континент ради работы в безвестной интернет-компании под названием eBay. Это, вероятно, стало самым важным вкладом компании Benchmark в данную инвестицию. («Вы, должно быть, пошутили», — такова была ее первая реакция на это предложение). Кроме того, венчурные капиталисты могут существенно повлиять на стратегические решения, связанные с разработкой продуктов, помочь в представлении продукции возможным клиентам, принять участие в переговорах по поводу крупных продаж или лицензионных соглашений. Они могут также внести значительный вклад в решение повседневных вопросов, таких как выработка опционных схем, организация семинаров для портфельных компаний по вопросам получения правительственных грантов или налоговых льгот (например, щедрых кредитов правительства Великобритании для оплаты расходов на проведение исследований и разработок). В то же время венчурные капиталисты постоянно сталкиваются с дилеммой: какие компании заслуживают большего внимания — успешные или бедствующие? Энн Гловер из компании Amadeus заявила: «Лично мы испытываем затруднения в этом вопросе. Мы принуждаем себя проводить ежеквартальные обсуждения по поводу предполагаемой стоимости каждой компании в момент выхода. Мы полагаем, что следует уделять время компаниям, обладающим значительным потенциалом».

Усилия, которые тратят инвесторы на подъем бедствующих компаний, вполне естественны, поскольку никто не хочет признавать, что совершил ошибку. Более того, неудачное инвестиционное решение немедленно становится бельмом на глазу инвестора, вклад же в увеличение оценки компании с 20 до 75 млн евро заметишь не сразу. Кристофер Спрей из фирмы Atlas, например, полагает, что действительно хорошие компании требуют намного меньше внимания: «Если компания безнадежна, она должна умереть. Если же она находится в промежуточном положении, то именно на нее следует затрачивать усилия: помогать в наборе сотрудников, в продвижении продукта на рынок, в привлечении средств».

## Выход

Венчурный бизнес мог показаться краткосрочной игрой лишь в конце 1990-х годов, когда объектами IPO или продаж крупным технологическим компаниям становились 18-месячные предприятия. И вместе с тем венчурную

игру нельзя назвать долгосрочной. До эпохи бума стандартные временные рамки для выхода — от того момента, когда венчурный капиталист совершал первую инвестицию, и до получения результата в виде денежных средств — составляли от трех до пяти лет. Однако некоторые инвестиции требовали большего времени, например компания Computacenter, предлагающая услуги в области инфраструктуры информационных технологий. Фирма Арах предприняла инвестицию в эту компанию в 1985 г., а выход был осуществлен лишь в 1998 г. — посредством первоначального публичного предложения, произведенного через Лондонскую фондовую биржу.

Существуют три стандартных вида выхода: выпуск новых акций («флотация»), или первоначальное публичное предложение; отраслевая продажа, когда одна портфельная компания приобретает другую, как правило, более крупной фирмой; управление имуществом несостоятельного должника. В отрасли ходит старая поговорка о том, что лимоны созревают прежде, чем сливы (т. е. плохие компании терпят крах первыми). Джон Макмонигалл, бывший управляющий директор Арах Partners (в компании он специализировался на телекоммуникациях, а ныне вышел на пенсию), сказал, что удачная продажа является критически важной частью бизнеса. Он вложил всю свою «эмоциональную энергию» в продаже в период технологического бума — в эпоху, когда, по его мнению, оценки были «безумными». Одной из самых успешных сделок Арах была продажа на бирже Neuer Markt всей своей доли в немецкой телекоммуникационной компании Tales за неделю до того, как рынок достиг пика. Другой венчурный капиталист, принявший участие в инвестициях, продал только половину своих акций.

## Каковы функции каждой из сторон?

В таких фирмах, как Benchmark, где нет ни аналитиков, ни участников, все делают сами партнеры. Даже в большинстве крупных фирм венчурные капиталисты находят особую гордость, претендуя на столь всеобъемлющую роль, однако это в какой-то степени миф. Как-то я проанализировала от начала до конца одну транзакцию, в которой почти всю работу со стороны венчурной фирмы выполнил аналитик. В действительности, на его плечах держалась вся сделка. Тем не менее старший партнер описывал мне весь процесс исключительно в первом лице, ни словом не упоминая об участнике.

## Внутренняя норма доходности и все, что с ней связано

Когда речь идет о показателях эффективности, отрасль становится непроницаемой до крайности. Любой фонд прямых инвестиций, который вы встретите, будет уверять, что его показатели эффективности находятся в верхнем квартиле, т.е. среди верхних 25% по шкале эффективности отрасли. Кто составляет оставшиеся 75% отрасли, остается вечной загадкой. И не ждите, что эти заверения можно будет подтвердить конкретными цифрами.

Генеральные партнеры отчитываются на более или менее регулярной основе, хотя многие делают это спустя рукава или же с запозданием, предоставляя информацию только инвесторам своих фондов и никому более. Показатели эффективности по отрасли в целом, публикуемые Европейской ассоциацией венчурного капитала и исследовательской группой Venture Economics, занимающейся изысканиями в области прямого инвестирования, не скажут вам ничего об отдельных фирмах. Большинство венчурных фирм в процессе привлечения средств выпускает так называемый меморандум о частном размещении (private placement memorandum — PPM). Исключением являются ведущие американские игроки, считающие подобные вещи ниже своего достоинства. В этой упорно не желающей раскрываться отрасли даже приглашенные документы, создаваемые в маркетинговых целях, являются совершенно конфиденциальными и недоступными (хотя при этом существует и нечто вроде рынка «самиздата»).

Одним из самых потрясающих приемов для сохранения закрытости, применяемых в отрасли прямого частного инвестирования, является использование внутренней нормы доходности, ВНД (internal rate of return — IRR), одного из основных показателей эффективности. Добиться от венчурного капиталиста объяснения смысла внутренней нормы доходности не так-то просто, однако с технической точки зрения она представляет собой дисконтную ставку — ставку, при которой все положительные и отрицательные денежные потоки фонда (обязательства инвесторов и выплаты, полученные ими) дисконтируются так, что чистая приведенная стоимость фонда получается равной нулю. Проблема заключается в том, что ВНД можно вычислять различными способами. Например, фонд может претендовать на три различные нормы ВНД: 80, 29 и 19% — в зависимости от того, что именно измеряется. Самая большая величина относится к валовому доходу на реализованные инвестиции, т.е. инвестиции, из которых венчурная фирма благополучно «вышла», вернув денежные средства

инвесторам. Однако в этой величине не учитываются инвестиции, пока остающиеся в портфеле, для этих целей предназначена уже вторая величина. Вновь стоит заметить, что оценка портфеля сама по себе является противоречивым вопросом, поскольку этот портфель состоит из частных компаний с неопределенными перспективами. Одной из причин, почему влияние краха технологического сектора на доходность стало ощутимым с большой задержкой во времени, оказалась стандартная практика оценивать инвестиции по цене, заплаченной на самом последнем этапе финансирования. Если финансирование осуществлялось до рыночного краха, то эта цена явно переставала отражать реальность. В целом, чем лучше фирма, тем больше вероятность того, что она предпримет списания на раннем этапе, поскольку она может перенести их. Более слабые фирмы, как правило, куда менее охотно принимают реальность. Третья и последняя величина отражает доходность, приходящуюся на партнеров с ограниченной ответственностью, за вычетом изрядного вознаграждения, получаемого фирмой.

Дополнительная сложность обусловлена тем, что ВНД не отражает эффективности фирмы на протяжении всей ее истории. Другим показателем, на который инвестор обращает пристальное внимание, является мультипликатор денежных средств (*cash multiple*). Быстрый успех способствует увеличению ВНД. Однако очень высокая ВНД в течение нескольких месяцев может оказаться менее привлекательной, чем более низкая, но сохраняющаяся на протяжении двух лет, поскольку именно в последнем случае обеспечивается более существенный прирост капитала. Инвестиция, приносящая доход, который в 5 раз превышает начальный капитал, обозначается как «5х».

## Самый низкий уровень доходности в своем классе

Хотя почти каждый фонд хвастается своим пребыванием в верхнем квартале, истинное положение вещей существенно иное. Разница (спред) в эффективности между лучшими и худшими фондами в отрасли в действительности значительно больше, чем внутри других классов инвестиционных активов. Дэвид Свенсен, главный инвестиционный директор дарственного фонда Йельского университета, в своей книге (Swenson, 2000) привел некоторые отрезвляющие цифры. Фонды венчурного капитала, сформированные в период 1980–1997 гг., обеспечили ВНД в среднем 8,1%.

Лучшие фонды показали «выдающийся результат» — 498,2%, итоги же деятельности худших оказались «намного более приземленными» — минус 89,7%.

## Успех?

Венчурный капитал в лучшие времена напоминает катание на «американских горках». Один крупный выигрыш (выражаясь на американском бейсбольном жаргоне, «длинный удар») может обеспечить выручку, равную размеру всего фонда, и даже большую. В качестве эмпирического правила венчурные капиталисты приводят здесь следующее утверждение (хотя у разных людей есть различные его варианты): из «десяти инвестиций одна “работает” блестяще, две приносят неплохой результат, две другие терпят крах, а оставшиеся попадают в категорию “живых мертвецов”». Рискованность на ранней стадии инвестирования обуславливает ключевую роль портфельного эффекта. Один бывший ответственный работник из Zi рассказывал о попытках в середине 1990-х годов убедить испанский офис группы предпринимать больше инвестиций в предприятия на начальной стадии. Он привел в качестве примера 23 инвестиции, которые предприняла Zi в период 1990–1995 гг., с общей доходностью 35%. Однако все доходы приходились на три инвестиции из 23, и основная их часть — на одну из трех. Это дало основание скептически настроенному руководителю испанского офиса вполне обоснованно заявить: «Таким образом, я должен делать 23 инвестиции или ни одной». Венчурные капиталисты, применяющие более прагматичный подход, чем Zi, претендуют на более высокий процент удач, однако все они, несомненно, в значительной степени опираются на портфельный эффект. Каким образом, портфельный эффект работает в периоды, когда сценарии отличаются большой неопределенностью, до сих является предметом тяжелых раздумий венчурных предпринимателей.

Если использовать чисто финансовые показатели, то неизменной остается только значительная зависимость эффективности конкретного фонда от года его создания (т. е. от поколения капитала). В виноделии качество вина определяется годом сбора винограда. В годы с плохой погодой элитные производители, работающие на лучших участках, продемонстрируют относительно низкий результат. Однако в благоприятные годы даже средний винодел произведет вино, которое можно пить. Таким же образом венчурные фонды, инвестировавшие в лучшие фирмы в 1999–2000 гг., т. е. на исходе технологического бума, по-видимому, покажут скверные

результаты, едва возвратив инвестированный капитал. С другой стороны, согласно исследованиям Venture Economics, средняя ВНД фондов, начавших функционировать в 1996 г., составляла 88,9%.

Помимо поколения капитала единственно важным фактором, определяющим разницу между лучшими венчурными капиталистами и остальными, является бренд. Успех в сфере венчурного капитала представляет собой эффективный цикл (рис. 2.1). Самые талантливые предприниматели хотят работать с лучшими венчурными капиталистами. На зрелом рынке, подобном американскому, ведущие венчурные капиталисты прибирают к рукам лучшие инвестиционные сделки, венчурные капиталисты второго ряда занимаются сделками более низкого качества и так далее (см. главу 5). Мощь бренда венчурного капиталиста, в свою очередь, способствует успеху компании венчурного капитала. Бренд открывает двери к лучшим поставщикам и клиентам. Кроме того, он обеспечивает доступ к лучшим юристам, специалистам по связям с общественностью и инвестиционным банкирам. Наконец, он помогает достичь успешного выхода, поскольку, по крайней мере в США, венчурные капиталисты с громкими именами способны обеспечить значительный интерес публичных инвесторов (в случае IPO).



Рис. 2.1. Эффективный цикл венчурного капитала

Каждый успешный выход, в свою очередь, является фактором, способствующим построению бренда. Фирма Benchmark ворвалась в число ведущих компаний с невероятной скоростью (она была основана в 1995 г.), по существу, на волне одной инвестиции (в создание eBay). Создание действительно прочной репутации требует значительно более длительного времени. Компания Kleiner Perkins, например, была основана в 1972 г. и пережила с тех пор множество циклов венчурного капитала. Создание бренда в период спада представляло собой действительно трудную задачу для европейских венчурных капиталистов, поскольку сократились возможности для выхода. Майкл Элиас из Kennet полагает, что «отчасти проблема состоит в инвестиционных сделках, которые вы *не* заключаете». Некоторым фирмам, счастливо избежавшим бума интернет-компаний (что отличало их от многих, лишь заявлявших об этом), возможно, даже удалось улучшить свою репутацию, особенно если их критиковали в тот период за отстранение от процесса. Однако на гораздо более молодом европейском рынке, на котором уровень осведомленности в отношении венчурного капитала гораздо ниже, чем в США, эффективный цикл все же имеет несколько «заостренных краев».

Кроме того, успех в венчурном бизнесе является неоднозначным понятием. Можно ли считать конкретного венчурного капиталиста весьма успешным после одной действительно удачной инвестиции, или же он зарабатывает очки только после прохождения 1–2 циклов и получения прибыли даже в периоды спада? Несомненно, венчурный бизнес требует значительного времени для получения должного опыта. Адриан Бикрофт, опытный партнер Арах, определяет венчурный капитал как «бизнес, в котором множество аспектов не является изначально очевидным». Например, со временем венчурные инвесторы яснее представляют, как клиенты реагируют на те или иные виды продукции. «Предприниматель неизбежно заявит вам, что клиенты испытывают подлинный энтузиазм. И если вы позвоните им, то они действительно продемонстрируют энтузиазм. Однако вы должны заставить их покупать продукт. Вам не удастся проложить тропинку в саду, пока вы не пройдете по ней несколько раз».

Преодоление трудностей является совершенно отдельным вопросом, и участники, прекрасно себя чувствующие в период спада, вовсе не обязательно окажутся самой успешной категорией во время игры на повышение. Кроме того, возникает вопрос, в какой степени профессионализм венчурных капиталистов измеряется величиной финансового выигрыша, а в какой — сроком существования компаний, которые они создают? Один бывший судья конкурса «Лучший предприниматель года», проводимого Британской ассоциацией венчурного капитала, вспоминал нескончаемые споры между

венчурными капиталистами и промышленниками, заседающими в жюри. Венчурные капиталисты хотели, чтобы победитель оказался из числа тех, кто достиг прибыльного выхода, а промышленники поддерживали предпринимателей, стоящих во главе компаний с лучшими перспективами на будущее.

Успешные инвестиции ни в коей мере не являются синонимом успешных компаний. В 2001 г. было объявлено о банкротстве Exite@Home, совместного проекта порталного бизнеса Exite и провайдера, обеспечивающего широкополосный доступ в Интернет, @Home. Однако при этом сообщалось, что компания Kleiner Perkins и ее инвесторы заработали 1 млрд долл. Lastminute, британский туристический сайт, зарегистрированный в начале 2000 г., в период краха «технологического пузыря», вызвал бурю среди инвесторов, ринувшихся скупать акции во время первоначального публичного предложения. Венчурные же капиталисты сохраняли спокойствие — для них это была совершенно приемлемая инвестиция, поскольку они вложили средства в самом начале, когда цена была куда ниже. Technologieholding, германская венчурная компания, заработала себе репутацию благодаря инвестициям в компании Intershop и Brokat, которые обогатили своих двух основателей, хотя и не в такой степени, как своевременная продажа всей фирмы компании Zi на пике рыночного подъема в феврале 2000 г. Тогда эти начинающие компании были лакомым кусочком для зарождающегося германского венчурного капитала. Однако теперь Brokat — банкрот, а стоимость Intershop составляет малую часть от его первоначальной стоимости.

## Эталонный миллиард долларов

Критерии успеха также успели существенно поменяться со времен спада. В 1990-е годы отличительной чертой отрасли, по крайней мере в США, стало построение «компаний на миллиард долларов». Выражение «компания на миллиард долларов» относится, разумеется, к специальному отраслевому жаргону венчурных капиталистов. Эта величина применяется не к выручке и, уж конечно, не к прибыли, а скорее к рыночной капитализации, т. е. стоимости компании при выходе на фондовый рынок. В период бума термин «эталонный миллиард долларов» приобрел более широкое значение, обозначая крупный успех венчурных фирм, который состоит в превращении инвестиции размером в несколько миллионов долларов в миллиардный прирост капитала для фирмы и инвесторов. В некоторых случаях этот термин использовался для выражения чистой номинальной



стоимости личного богатства предпринимателей (на бумаге). Впоследствии его стали применять для обозначения нескольких конкретных венчурных капиталистов.

В отличие от этого, в Европе «миллиард» в определенный период использовался скорее как эталон банкротства. Когда Кембриджский университет в конце концов учредил свою первую компанию, достигшую рыночной капитализации в миллиард долларов, это вызвало волнение в обществе. Столь выдающегося результата удалось достичь компании Ionica, предлагавшей услуги в области местной беспроводной связи и, подобно многим другим технологическим компаниям, опережавшей свое время. Ее культовый статус был поколеблен в 1998 г., когда она объявила о банкротстве — через год после регистрации на Лондонской фондовой бирже. Вслед за этим миллиардный барьер преодолели и другие компании, включая ARM Holding (не получавшую венчурного финансирования) и Autonomy Corporation. Последней удалось достичь трех различных «эталонных миллиардов»: в смысле рыночной капитализации, чистой стоимости личного богатства ее основателя Майка Линча («на бумаге») и миллиарда фунтов, предположительно заработанного на инвестиции компанией Арах и ее партнерами с ограниченной ответственностью.

Сегодня «эталонный миллиард» является историческим курьезом. В период спада возможностей для выхода существует не так уж много, и венчурным фирмам приходится пересматривать свои ожидания таким образом, чтобы компании, стоящие в момент выхода 75 млн евро, считались успешными.

## Кто и сколько зарабатывает?

Венчурные капиталисты заняли самые дорогостоящие объекты европейской недвижимости и обитают в лондонских районах Сент-Джеймс и Мейфэр или на Театинерштрассе в Мюнхене. Невозможно найти даже тени риска в структуре вознаграждения венчурного бизнеса. Оплата производится двумя путями. Венчурный капиталист получает как плату за услуги по менеджменту (вознаграждение за управление компанией), так и фиксированный процент вознаграждения (carry, или carried interest), как на странном отраслевом жаргоне называется доля прибыли. Плата за услуги по менеджменту обычно составляет 2–2,5% в год (3% за фонд при очень хороших прошлых показателях). Как это ни странно звучит для непосвященных, оплата взимается со всего фонда, т. е. с суммы, предоставленной инвесторами, а не с возвращенной суммы. К концу бума по меньшей мере 25 американских венчурных фондов получили не менее 1 млрд долл. каждый, и годовая

оплата, приходящаяся на один фонд, должна была составить 20–30 млн долл. (в дополнение к оплате за прошлые фонды). Одна только эта плата уже позволяет относительно небольшой группе партнеров чувствовать себя довольно комфортно.

Между тем, фиксированный процент вознаграждения делится в соотношении: 20% для венчурных капиталистов (генеральных партнеров) и 80% — для партнеров с ограниченной ответственностью. Это произвольное разделение происходит еще от ставок венецианских и генуэзских купцов 12–13 вв., снаряжавших суда для торговых миссий (Gompers and Lerner, 2001), и термин «фиксированный процент вознаграждения» употреблялся в том смысле, что купцы получали плату за товары, которые они перевозили. Чтобы понять, как эта система работает, представим себе, что фонд на 300 млн долл. с фиксированным процентом вознаграждения в размере 20% был инвестирован с целью получения 900 млн долл. (т. е. было запланировано трехкратное увеличение). Прибыль составила бы 600 млн долл.: 120 млн долл. предназначались венчурной фирме, а остальное — инвестору. Это — упрощенный пример. На самом деле, фиксированный процент вознаграждения иногда выплачивается только после получения инвесторами начального капитала плюс так называемая «пороговая ставка доходности» (или «планка»), равная 8%. Фонды с более высокой эффективностью в последние годы могли потребовать «премиальный процент вознаграждения» в размере 25–30%.

Предполагается, что именно фиксированный процент вознаграждения служит источником средств для венчурного капиталиста. Плата за менеджмент покрывает накладные расходы фирмы (включая фантастическую арендную плату), однако прибыль появляется за счет фиксированного процента вознаграждения, уравнивая, таким образом, интересы фирмы и партнеров с ограниченной ответственностью. Это — согласно теории. Однако в условиях фондов с раздутыми размерами в конце 1990-х годов инвесторы вполне законно возмущались тем, что некоторые фирмы прекрасно существуют только на плату за услуги менеджмента и не имеют никакого стимула выпрыгивать из постели утром и начинать заботиться об успехе своих портфельных компаний. Именно плата за услуги менеджмента помогает понять, почему, несмотря на массовый крах венчурных инвестиций в периоды спада, сами венчурные капиталисты далеко не всегда становятся жертвами дарвиновского отбора. Они могут держаться на плаву, по крайней мере некоторое время, живя на плату за менеджмент, — пока не обнаружат, что смогут создать еще один фонд.

В период спада венчурные капиталисты все же обратили внимание на интересы институциональных инвесторов, капитал которых они столь

щедро выбрасывали на ветер, и занялись сокращением размеров фондов. Освобождая партнеров с ограниченной ответственностью от части их обязательств, венчурные капиталисты оправдывают свои действия тем, что со времен технологического бума изменились инвестиционные условия и снизились темпы инвестиций. Фирма Benchmark Europe, например, сократила свой фонд с 750 до 500 млн долл. Компания Accel Partners в США возвратила примерно половину фонда в размере 1,4 млрд долл., средства для которого были собраны за два года до этого. Эти шаги, разумеется, — не более чем дружественный жест по отношению к инвесторам, поскольку для самих фирм они оборачиваются сокращением платы за услуги менеджмента. Впрочем, циник мог бы заявить, что венчурные фирмы сами заинтересованы поступать именно таким образом. Венчурные капиталисты сознают, что на исходе технологического бума они едва ли дождутся фиксированного процента вознаграждения от своих инвесторов, так что, с их точки зрения, чем скорее они введут в действие новый фонд (при условии, что они смогут собрать его), тем лучше. Значительно более длительный период, требуемый для инвестирования прежнего раздутого фонда, кроме того, снизил бы показатели эффективности.

Конечно, в современных условиях уровень платы за менеджмент начал вызывать возмущение у институциональных инвесторов, однако изменения могут оказаться медленными. С гораздо меньшей вероятностью инвесторы ударят кулаком по столу в лучших фондах, где все еще сохраняется острая конкуренция за первоочередное размещение инвестиции. Более того, значительная часть сообщества институциональных инвесторов включает так называемые «фонды фондов», т. е. фирмы, которые сами привлекают средства от институциональных инвесторов и инвестируют их в портфели фирм, работающих в области прямого частного инвестирования. Их собственная структура вознаграждения напоминает структуру фондов более низкого уровня (т. е. существуют плата за услуги менеджмента и фиксированный процент вознаграждения), так что они сталкиваются с определенным конфликтом интересов.

Конечно, суммы, зарабатываемые венчурными капиталистами, весьма переменчивы, особенно в США. Считается, что партнеры Benchmark заработали по 200 млн долл. каждый только на своих инвестициях в eBay. В Европе и близко не подошли к подобным масштабам. К счастью для партнеров венчурного капитала, реальная оценка чистой стоимости их личного богатства невозможна для сторонних наблюдателей, учитывая засекреченный характер товариществ с ограниченной ответственностью. Впрочем, небезынтересно вспомнить, что Джон Доуэрр и Винод Хосла в

2000 и 2001 гг. оказывались в списке самых богатых людей журнала *Forbes* (они попали туда в качестве обладателей миллиардных состояний), а газета *Sunday Times* оценила богатство сэра Роналда Коэна в 50 млн фунтов. Почти наверняка, приведенные цифры сильно занижены.

Другие типы организаций платят меньше. Компания 3i, например, не использует традиционную схему фиксированного процента вознаграждения в большинстве объектов своего бизнеса, и этот «университет венчурного капитала» часто служил богатым «охотничьим угодьем» для других компаний прямого инвестирования благодаря своей неконкурентной схеме вознаграждения. Одна моя приятельница, проживающая в Калифорнии, как-то с возмущением рассказывала, что Брайан Ларкомб, исполнительный директор 3i, заработал 10 млн фунтов за всю свою карьеру (не имею понятия, насколько близка к реальности приведенная величина). Я была озадачена. Эта сумма не показалась мне чрезмерной в контексте отрасли. Наконец, меня осенило, что негодование подруги вызвано именно ее незначительностью. Однако, вспомнив, сколько получают британские менеджеры, я волей-неволей посчитала возмущение подруги чрезмерным.

Спад убрал всю внешнюю позолоту. В США ходят истории о банкротстве венчурных капиталистов, которые забрали фиксированный процент вознаграждения, заработанный на первых инвестициях фонда, и потратили его в предвкушении будущего успеха. Затем обнаружилось, что фонд не в состоянии возратить свой капитал, так что они оказались должны инвесторам. Однако фактом остается то, что отрасль продолжает оставаться чрезвычайно прибыльной, даже если говорить о средних показателях эффективности.

Вот таков венчурный бизнес во всех его противоречиях. На первый взгляд он обслуживает предпринимателей, реальными же его клиентами являются инвесторы. Считается, что венчурная игра связана со значительным риском, так что много времени затрачивается на его смягчение. Инвесторы, вкладывающие средства в растущий бизнес с международными притязаниями, и даже сами по себе венчурные фирмы, часто преследуют узкие интересы, отличаются замкнутостью, а стиль их работы мало совместим с расширением бизнеса. Хотя они и убеждают основателей компаний в достоинствах «дальнейшего движения», они редко ведут себя соответствующим образом в собственных фирмах. Понимание этих противоречий поможет в процессе сбора средств и при существовании с венчурными капиталистами после заключения сделки.

В следующей главе мы расскажем еще об одной особенности венчурного сообщества — о превосходно развитом стадном чувстве, тем более

удивительном у людей, в обязанности которых, как можно наивно посчитать, входит принятие независимых суждений относительно перспектив формирующихся компаний.

## Библиография

- Gomper, P. A. and Lerner, J.** (2001) *The Money of Investment; how venture capital creates new wealth*, Harvard Business School Publishing, Boston, MA.
- Lutz, H. F.** (1932) 'Babylonian partnership', *Journal of Economic and Business History*, 4: 335–355.
- Swensen, D.** (2000) *Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach in Institutional Investment*, The Free Press, A Division of Simon & Schuster, Inc, New York.

## Ссылки

Никогда не рано приступить к изучению веб-сайтов венчурных фирм. Большинство фирм (хотя и не все) состоит в национальных ассоциациях венчурного капитала. Собирайте как можно больше информации, хотя меня всегда удивляло, насколько прозаичными, бесцветными, бесполезными и часто устаревшими оказываются в большинстве случаев сайты венчурных фирм.

[www.evca.com](http://www.evca.com)  
[www.bvca.co.uk](http://www.bvca.co.uk)  
[www.BVK-eV.de](http://www.BVK-eV.de)  
[www.afic.asso.fr](http://www.afic.asso.fr)  
[www.ascr.org](http://www.ascr.org)  
[www.aifi.it](http://www.aifi.it)

## **Источники финансирования публичного сектора**

Ситуация с финансированием молодых технологических фирм в Германии представлена на сайте [www.tbgbonn.de](http://www.tbgbonn.de), принадлежащем *Technologiebetriebsgesellschaft*. Это замечательный сетевой ресурс, содержащий как вспомогательные материалы для составления бизнес-планов, так и обильные ссылки на другие ресурсы, посвященные источникам венчурного капитала, услугам в области бизнеса, конкуренции бизнес-планов и т.д.

Другим ведущим германским ресурсом, посвященным финансированию, является *Kreditanstalt für Wiederaufbau*, [www.kfw.de](http://www.kfw.de)

**Региональные венчурные фонды  
Великобритании и т. д.** [www.businessadviceonline.org](http://www.businessadviceonline.org)

**Информация по Франции:  
L'agence française de l'innovation**  
(прекрасный исходный пункт  
со множеством ссылок по Франции) [www.anvar.fr](http://www.anvar.fr)

*Другие европейские провайдеры/инициативы*

**Швеция: Шведский фонд  
промышленного развития  
(Industrifonden)** [www.industrifonden.se](http://www.industrifonden.se)

**Ирландия: Ирландский фонд  
предпринимательства  
(Enterprise Ireland)** [www.enterprise-ireland.com](http://www.enterprise-ireland.com)

**Шотландия: Шотландский фонд  
предпринимательства  
(Scottish Enterprise)** [www.scottish-enterprise.com](http://www.scottish-enterprise.com)

**Финляндия: Финский национальный  
фонд исследований и разработок** [www.sitra.fi](http://www.sitra.fi)

## Психология цикла

Четыре самых опасных слова в лексиконе менеджера фонда:  
«Впредь все будет по-другому».

Сэр Джон Темплтон

ОДНО ИЗ ЗАБЛУЖДЕНИЙ так называемой «новой экономики» конца 1990-х годов состояло том, что она якобы «устранила» бизнес-цикл. Тем не менее, стоило ей «пресытиться» венчурным капиталом, как этот бизнес-цикл, словно в насмешку, вступил в действие. Венчурный бизнес в итоге оказался сферой, в большей степени подверженной цикличности, чем любая из существующих отраслей. Для претендующих на профессионализм инвесторов венчурные капиталисты меняют свое настроение с оптимистичного на пессимистичное слишком уж быстро. Бум инвестиций в Интернет и телекоммуникации позволил нам стать свидетелями самых крайних проявлений подъема и спада (можно назвать это «бумом на вершине цикла»), и все же венчурная отрасль всегда была, до определенной степени, карикатурой на шумпетеровское «созидательное разрушение» (или не столь «созидательное»). Йозеф Шумпетер, австрийский экономист, творивший в первой половине 20 в., говорил о «вечной буре созидательного разрушения». Он рассматривал инновации как главную движущую силу экономического роста в свободной рыночной экономике. Ее действие проявляется в «осторожных рывках», вызываемых усилиями предпринимателя по внедрению новых идей, которые разрушают существующие, более слабые, фирмы. Излишества бума 1990-х годов были столь велики, а

последующий кризис доверия имел столь катастрофические последствия, что в данной ситуации трудно было говорить о «созидательной» природе разрушения, поскольку потенциально хорошие начинания потерпели крах заодно с ненужной шелухой, после того как иссякли источники финансирования.

Предприниматели сочтут полезным узнать что-нибудь по поводу цикличности, присущей этой отрасли, и поведения венчурных инвесторов в разные моменты этого цикла.

## Цикл венчурного капитала

Цикл начинается задолго до появления первых признаков, а именно в тот момент, когда лучший венчурный капиталист предпринимает ранние инвестиции в начинающие компании с неясным будущим. Однако капитал действительно начинает поступать в отрасль при первых публичных сигналах успеха — колебаниях на фондовом рынке. Заманчивая доходность инвестиций притягивает новых инвесторов, однако вскоре избыток капитала толкает цены вверх — как на частном, так и на публичном рынке. Слишком много плохих компаний, построенных по принципу «я тоже этого хочу», финансируется на основе чрезмерной оценки, и, в конце концов, избыток капитала начинает оказывать все более очевидное воздействие. Рынок рушится, и инвесторы выходят из дела.

Притяжение рыночного успеха отличает не только венчурный капитал. «Успех дела был столь оглушитель, как стрельба из пистолета», — пишет Чарльз Киндлебергер (Kindleberger, 1978, p. 33) об успехе пивовара Артура Гиннеса, вышедшего на фондовый рынок в 1880-е годы. Этот шаг побудил владельцев более 80 частных пивоварен пройти через регистрацию на бирже в течение нескольких следующих лет. Роль же успеха в венчурном бизнесе проявилась во всей красе уже в 1968 г. в США, когда компания Digital Equipment, финансируемая American Research & Development, преобразовалась в публичную. Для многих других компаний, финансируемых венчурным капиталом, это стало стимулом для выхода на публичный рынок в том же году. После прохождения пика первого американского венчурного цикла последовал продолжительный спад на публичных рынках. В 1975 г. отрасль, находящаяся под угрозой исчезновения, собрала только 10 млн долл.

В конце 1970-х годов она ожила, чтобы испытать множество циклов, вызванных к жизни появлением персональных компьютеров и дисководов



(в начале 1980-х годов), биотехнологии (в начале 1990-х годов), а также другими волнами инноваций. Затем наступил бум интернет-компаний, инициированный в 1995 г. первоначальным публичным предложением акций компании Netscape. Период 1989–1991 гг. охарактеризовался самым мощным сокращением деловой активности — вплоть до спада, наступившего после 2000 г., когда многие фирмы оказались не в состоянии привлечь новые фонды и сошли со сцены.

В Европе динамика была иной. Катализатором для появления первой волны венчурных фирм в начале 1980-х годов стали значительные доходы, полученные американским венчурным бизнесом в связи с выходом производителей персональных компьютеров на публичный рынок. Однако условия были не слишком благоприятными. Особенно это было связано с недостатком возможностей выхода посредством фондовых рынков, так что доходы от инвестиций были никудашными. В этой связи, как уже упоминалось, многие фирмы мигрировали на более безопасную территорию выкупа компаний менеджментом.

Не удивительно, что доходы от венчурного бизнеса часто зависят от года ввода капитала (так называемого «поколения капитала») (см. главу 2). Экономический климат того периода, когда фонд был сформирован, может



**Рис. 3.1. Корреляция между формированием фондов и доходностью**

Источник: Venture Economics.

оказаться более важным при определении результата, чем хорошие характеристики венчурной фирмы. Например, эффективность инвестиций из «верхнего дециля» (верхние 10% на шкале) поколения 1999–2000 гг., скорее всего, предполагает доход на инвестиции без какой бы то ни было прибыли (хотя в отношении ряда лет это не очевидно). Остальные же инвестиции (т. е. из нижних децилей) окажутся даже не в состоянии вернуть вложенные денежные средства.

Самые высокие доходы были получены инвесторами, которые вошли рано и заплатили умеренные цены, в то время как инвесторы, привлеченные первоначальным успехом, переплатили. Годы «неудачного поколения капитала» следуют за годами «удачного поколения» с завидной регулярностью. Рисунок 3.1 демонстрирует поразительную корреляцию между временем формирования фондов и доходностью (использование американской статистики в области венчурного капитала связано со значительно более продолжительной историей наблюдения).

## Стадный инстинкт

Большинство категорий инвесторов движется «толпами», но стадные инстинкты венчурных капиталистов развиты особенно сильно, и эти инстинкты способны привести к усилению цикличности. Как гласит старая шутка: «Что получится, если скрестить овец с леммингами? Множество венчурных капиталистов». Как это бывает у всех стадных животных, стадо должно иметь предводителей. Когда успех конца 1990-х годов принял обратный ход, появилось много охотников критиковать Джона Доуэрра из Kleiner Perkins Caufield & Byers, который стал крестным отцом самого потрясающего законного пути к богатству посредством Интернета. Когда потрясение от кризиса достигло критической точки, один рассерженный венчурный капиталист пожаловался: «Джон Доуэрр был верховным жрецом религии интернет-компаний. Он вел нас как овец, и, подобно леммингам, мы следовали за ним через пропасть» (Veverka, 2002).

Так почему же венчурные капиталисты ведут себя подобным образом? Одной из причин является недостаток информации. Ученые-экономисты часто упоминают теорию толпы, поскольку она охватывает самый широкий спектр социального поведения — от моды и общественных обычаев до маний и паники. По сути, эта теория описывает, как отдельные индивиды копируют друг друга, независимо от того, что им подсказывает собственная информация, которой они располагают. Здесь я хочу выразить свою благодарность Даниелю Сгроу с факультета прикладной экономики

Кембриджского университета (Великобритания) за приведенные ниже объяснение и пример.

*Представим два ресторана (А и Б), находящиеся на небольшом удалении друг от друга. Четыре потенциальных клиента следуют друг за другом по дороге, и каждый из них обладает «частной информацией» об А или о Б, возможно заимствованной из журналов или вытекающей из рекомендаций друзей. Рекомендации, полученные первым человеком, приводят его в А. Это же касается и второго человека, которому также было рекомендовано посетить А. Третий человек, в соответствии с теорией толпы, пойдет в А, даже если он получил совет посетить Б. Почему?*

*Потому что он предполагает, что оба предыдущих потенциальных клиента обладают частной информацией, благоприятной для А, что перевешивает его собственную первоначальную информацию. То же будет касаться и четвертого и всех последующих клиентов. Все они пойдут толпой в А на основе двух порций информации, однако эти две порции информации могут оказаться ошибочными.*

Нетрудно понять, как соотносить это с миром венчурного капитала, областью, где никто не обладает достаточной информацией. На самом деле никто не знает, какие из начинающих компаний преуспеют, а это приводит к желанию следовать примеру привлекательного лидера. Каждый верит, что другой человек знает больше. Эта ситуация усугубляется, когда венчурные фирмы являются новичками в своей области и им не хватает связей, благодаря которым они могут заключать выгодные инвестиционные сделки. Зачастую они просто плохо ориентируются в тех областях, в которые они собираются производить инвестиции. В результате они вынуждены наблюдать за другими инвесторами, полагая, что те знают нечто, им неизвестное.

Таким образом, венчурные капиталисты, обсуждая некую сделку между собой, первым делом задают вопрос: «Кто еще делает то же самое?» Слабые венчурные капиталисты постоянно ищут одобрения своих действий в поведении своих коллег. В Европе в первое время существования интернет-компаний многие местные венчурные капиталисты попросту копировали американские компании. Инвесторы со всех сторон осаждались поветриями моды и просто становились коллекционерами последних ее причуд, т.е. переходили из области оптических сетей в сферы нанотехнологий, беспроводной связи высокого качества (Wifi) или медицинских приборов. Томас Хой из Arts Alliance, который также инвестировал семейные деньги в другие венчурные фонды, сказал:

— Я бывал инвестором в фондах, которые изначально предназначались для финансирования сферы программного обеспечения. Еще не успев использовать капитал по своему исходному назначению, они переходили в сферу обслуживания клиентов через Интернет, к моделям «бизнес — бизнесу», к поставкам онлайн-приложений (application service providers — ASP), оптическим сетям, биотехнологии. При этом все эти операции производились примерно одной и той же командой. Теперь они заняты нанотехнологией, т. е. сферой, в существовании которой я не совсем уверен.

Никто из венчурных капиталистов не признается, что следует очередному модному поветрию, однако большинство именно так и поступает.

Даже Томас Хой, гордящийся своим эклектическим подходом к делу, признает, что он прислушивался к мнению элиты венчурного капитала, когда заключал, по его собственному мнению, самую глупую сделку в своей жизни. Речь идет о Kibu, сайте для подростков, который, согласно замыслам, должен был объединить развлечения, создание некоего сообщества и рекламу продукции (подростки, как предполагалось, будут пробовать новую губную помаду и подобные вещи). Данное начинание финансировалось компанией Kleiner Perkins. Участие в этом предприятии принял и один из основателей Netscape, Джим Барксдейл. Хой также был приглашен к участию, поскольку он предпринял инвестицию в Spinner, первый музыкальный сайт непрерывного звучания (проданный AOL): «Они были кем-то вроде героев. Я думал Джим Барксдейл и Клейнер не могут ошибаться. Они действительно были умными людьми». Подростки думали по-иному, и сайт Kibu, стоивший многие миллионы долларов, прекратил свое существование.

Венчурный капитал — одна из немногих отраслей, участникам которых нравится присутствие конкуренции. Венчурные капиталисты чувствуют себя более уверенно, когда множество других людей пытается ухватиться за ту же возможность, что и они. Это поведение в большей степени проявляется на вершине цикла, однако имеет место и в период спада. Даже в условиях «вечной мерзлоты», венчурные капиталисты, как правило, интересуются бизнес-планами, которые привлекают внимание всех остальных. Принуждение к согласию является одним из аспектов стадного поведения. Любой, кто выражал малейший скептицизм в период «технологического пузыря», вынужден был услышать испепеляющее возражение: «Вы просто ничего не понимаете». Дэвид Джиампаоло, предприниматель и инвестор, следующим образом описывает как тенденцию к игнорированию собственной интуиции, так и конформистское давление:

— Я весьма самостоятельная личность. Лишь в последнюю очередь мои поступки мотивируются следованием толпе и общим мнением. И все же я совершил несколько инвестиций, которые были совершенно ошибочными. И во всех этих случаях, без единого исключения, что-нибудь да было не так: оценка, бизнес-план. Однако, я полагал, что, если это делают Goldman, Zi или Bain, они несомненно более умны, чем я. Даже при подобной оценке мне следует благодарить мою счастливую звезду за то, что я приглашен в эту компанию.

Он уподобляет подобное поведение экспериментированию с наркотиками в юности:

— Все делали это. Мне это не нравилось, и я знал, что это неправильно, вредно для здоровья и незаконно, однако в тот момент времени, если вы этого не делали, вы чувствовали себя изгоем.

## Это модный бизнес, глупец

Перефразируя высказывание Билла Клинтона, произнесенное им во время президентской кампании 1992 г., можно сказать, что толпа, по своей сути, является жертвой моды, особенно в период бума. Все, что было связано с Интернетом, считалось очень модным, и предпринимательство в этой сфере неожиданно превратилось в необычайно модное занятие. Эпицентром моды стало венчурное финансирование. Культ популярности был в полном разгаре, даже если европейские венчурные капиталисты и не достигли статуса рок-звезд, как это было в США.

Когда Макс Бергер-Кальдерон стал в июне 2002 г. президентом Европейской ассоциации прямого инвестирования и венчурного капитала (European Private Equity and Venture Capital Association — EPEVCA), он заявил мне, что одной из его задач является изменение репутации прямого инвестирования как модной отрасли. Однако сложившееся представление и психологию вообще трудно изменить. Используя собственную терминологию венчурного капитала, мы можем сказать, что он «крутится вокруг моды». Даже в период спада определенные сектора и сделки являются «горячими». Один германский венчурный капиталист, впавший в уныние после краха Neuer Markt, рассказывал мне о попытках использовать глубокие научные знания для нахождения «горячих секторов». Если на мгновение оставить без внимания сомнительное соображение о том, что хорошие ученые могут помочь в поиске «горячих секторов», то что в

действительности означает «горячий»? Может быть это означает что этот сектор уже переоценен? Разве венчурные капиталисты не хотят найти сектора, еще *до того*, как они станут «горячими»?

В большинстве случаев сектора стали «горячими» из-за того, что другие венчурные капиталисты пришли туда первыми. Если компания Kleiner Perkins делает деньги на оптике, то любой уважающий себя венчурный капиталист хочет иметь какую-нибудь оптическую компанию в своем портфеле. Фактически, в период бума были не просто «горячие сделки», а «горячие венчурные капиталисты». В Европе примерами для подражания часто служили наспех сформированные группы, многие из которых так же быстро исчезали. Возбужденные толпы поклонников Интернета едва ли слышали о таких ветеранах, как 3i, а те, кто все же слышали о них, вовсе не относились к ним с почтением. Как сказал один американский предприниматель, недавно прибывший в Лондон: «Я слышал, они казались чем-то старомодным».

Однако количество людей вовсе не дает никакой гарантии безопасности — скорее наоборот. Стадное поведение ведет к чрезмерному финансированию в отдельных секторах, и подобное происходило еще задолго до Интернета. Подробное исследование производства жестких дисков для компьютеров, проведенное Гарвардской школой бизнеса, показало, что в 1977–1984 гг. венчурные фирмы предприняли инвестиции в размере 400 млн долл. в 43 компании (большая часть инвестиций была произведена в конце этого периода (в 1983 и 1984 гг.) — 270 млн за 51 финансовый раунд). В 1983 г. 12 акционерных обществ обладали рыночной капитализацией, превышающей 1 млрд долл. Тем не менее авторы данного исследования характеризуют подобные оценки как «близорукость рынка капитала»: «Каждое решение, если рассматривать его обособленно, имеет смысл. Однако все вместе они приводят к катастрофе» (Sahlman and Stevenson 1987).

Первоначальное публичное предложение, завершившееся успехом, всегда является мощным катализатором. Например, с тех пор, как продукция компании Seagate была впервые представлена (в июле 1980 г.), компания заработала много денег для своих инвесторов и в сентябре 1981 г. стала публичной. Однако к 1983 г. уже свыше 70 компаний конкурировали друг с другом, быстро толкая цены вниз, что сопровождалось также снижением темпов роста продаж компьютеров (которые и близко не достигали оптимистических прогнозов предыдущих лет). И все же вплоть «до самого обвала 1983 г. венчурные капиталисты и инвесторы фондового рынка продолжали вливать деньги в производство дисководов». К концу 1983 г., рынки капитала, как частные, так и публичные, изменили

направление своего движения на противоположное, и финансирование иссякло не только для производителей дисководов, но и для их поставщиков и потребителей. «Побоище» было столь кровавым, что к концу 1984 г. «акции некоторых компаний, выпускающих дисководы, продавались по ценам, которые были ниже стоимости чистого оборотного капитала на одну акцию».

«Близорукость» рынка капитала достигла своего апогея в период бума в сфере интернет-компаний, когда за три года были созданы 8000 начинающих компаний, финансируемых венчурным капиталом. Причем, как указывает Майкл Клейн из Citigroup, их стоимость примерно равнялась суммарной стоимости IPO за 50 лет.

Важным качеством стадного животного, несомненно, является потеря памяти (амнезия) — способность быстро отстраняться от очередного массового помешательства. Венчурные капиталисты являются мастерами ревизионизма и предпочтут сделать вид, что «никогда не инвестировали в интернет-компанию». Веб-сайт будет «стерт» для устранения всех следов безумия (хотя иногда можно позабавиться, обнаружив какой-нибудь древний пресс-релиз). В конце 1990-х годов известная американская венчурная фирма отклонила предложение одной из ведущих в настоящее время высокотехнологических компаний, сообщив по электронной почте предпринимателю, что «мы теперь инвестируем венчурный капитал только в интернет-компанию». Когда «мыльный пузырь» в сфере интернет-компаний лопнул, представитель фирмы хвалился передо мной тем, что фирма не инвестировала ни в один интернет-проект.

## Проблемы с бумом?

Самое известное предостережение Алана Гринспена относительно «иррационального процветания», прозвучавшее в 1996 г., когда бум интернет-компаний был в полном разгаре, в некотором смысле, вводит в заблуждение. Да, любая мода на венчурное инвестирование, включая моду на инвестирование в интернет-проекты, имеет много общего с другими «пузырями», такими как «тюльпановая мания».

*В начале этой погони за обогащением уверенность была непоколебимой, и все выигрывали. Все воображали, что страсть к тюльпанам будет существовать вечно и богачи со всего мира будут отправлять свои средства в Голландию и платить любую запрашиваемую цену.*

*Макей, 1841 г. (Mackey, 1841)*

Однако, как справедливо утверждает сэр Роналд Коэн из Arah Partners, существует разница между «тюльпановой манией» и помешательством на Интернете (или бумом, связанным с персональными компьютерами, или же ранними инвестиционными волнами, сопровождавшими изобретение железных дорог или автомобиля). Это примеры скорее «рационального сверхпроцветания», чем «иррационального процветания». «Тюльпановый пузырь» не оставил после себя ничего (кроме тюльпановых луковиц), Интернет же остается мощной силой, способствующей переменам.

Коэн, рассуждая о феномене Интернета в контексте других инвестиционных потоков, вызванных инновационными прорывами, высказался следующим образом: «Инвесторы справедливо решили, что произошли большие изменения. Однако они оценивали каждую инвестицию, исходя из того, что она окажется последним победителем. Компания Seagate была последним победителем из многочисленных производителей дисководов, а компании Compaq и Dell — последними победителями, оставшимися после революции, связанной с персональными компьютерами. Будут и другие «пузыри», и очередной из них «раздуется» вокруг генетической медицины». Впрочем, нельзя забывать и о череде явно ошибочных инвестиций (продажа кормов для собак через Интернет, свадебные порталы, сайты, посвященные губной помаде для подростков). «Пузырей невозможно избежать, — продолжает он, — однако их следует использовать [венчурным капиталистам] для получения сверхдоходов».

Эта задача предполагает раннее инвестирование. В мире, состоящем из стад, всегда лучше быть впереди толпы. «Если я читаю об этом в *Financial Times*, это означает, что я пропустил волну. Я хочу прочесть об этом в *Nerd World*», — говорит Чарльз Ирвинг из Pond Ventures. Некоторые венчурные капиталисты достаточно рано произвели инвестиции в производство дисководов и оказались в состоянии распродать свои вложения, пока эйфория еще продолжалась. Именно таким образом Kleiner Perkins, Sequoia, Benchmark и другие заработали много денег на ранних инвестициях в Интернет, таких как Amazon, Yahoo и eBay. Как гласит исследование производства дисководов: «“Ранние пташки” не всегда становятся победителями... (Например, иногда технологии *слишком* опережают свое время и поэтому не могут привлечь клиентов). Однако опоздавшие всегда оказываются проигравшими [поскольку венчурные капиталисты переплачивают, компании сталкиваются с мощной конкуренцией, и рынки капиталов “идут” против всех]».

В Европе «ведомые животные» сталкивались с другими проблемами. Так, Международная фирма Atlas Venture одной из первых в Европе начала инвестировать в Интернет, используя свой американский опыт. Однако



выход захлопнулся перед носами инвесторов по обеим сторонам Атлантического океана в одно и то же время — в форме падения индекса NASDAQ в марте и апреле 2000 г. В данном случае раннее участие не помогло Atlas. Окно просуществовало слишком недолго, даже в масштабах сконцентрированного времени Интернета, чтобы можно было осуществить выход из этих инвестиций.

## Поведение венчурных капиталистов в период бума

На различных стадиях цикла венчурные капиталисты ведут себя по-разному. Пик последнего цикла, с учетом бума, представлял собой просто-напросто крайнюю версию того, что случалось прежде и случится снова. Вполне правомерно сравнение с золотой лихорадкой: «мы построим это, и клиенты придут; капитал бесплатен; захват земли — вот что имеет значение». Как рассказывает Эрнст Малмстен, один из основателей портала Boo.com, замечательно воплощающего историю европейских достижений в сфере Интернета, команда была вне себя, когда Дж. П. Морган спросил, проводили ли они исследования мировых поставщиков модной одежды? «Рыночные исследования? Это ведь то, что делала компания Colgate, прежде чем выпустить в свет новую зубную пасту. Интернет же вы чувствуете кончиками ваших пальцев. И все же стоило задать себе несколько вопросов. Достаточно ли велик рынок? Может ли он работать в условиях Интернета? Делал ли это кто-нибудь прежде?»

Одной из характеристик бума является безграничная вера в то, что новый венчурный бизнес может только расти. Многие венчурные капиталисты теперь заверяют, что никогда не верили в нечто столь сомнительное. Они знали, что оценки некорректны, однако при этом полагали, что им удастся распродать свои вложения вовремя (и некоторым это удалось). Так что же они в действительности *думали*? Восприятие риска, определенно, изменяется во всех отношениях. Как гласит одна шутка, «в период бума все банкиры хотят стать венчурными капиталистами, а венчурные капиталисты хотят стать предпринимателями (в период спада — все наоборот)». Психология лотереи берет верх. Как сказал мне в конце 1999 г. Мартин Гейген, глава 3i в США: «Инвесторы делают множество ставок, поскольку они знают, что успешные ставки, принесут очень много денег». Все (не только банкиры) хотят стать венчурными капиталистами. Корпорации, инвестиционные банки, инкубаторы, «ангелы бизнеса», агентства по выкупу — все они пытаются заниматься

инвестированием на раннем этапе, не в последнюю очередь потому что, как они ошибочно полагают, подобное поведение связано с небольшим риском. Более осведомленные (предположительно) люди начинают говорить о «глупых» и «умных» деньгах.

Венчурные капиталисты тем временем финансируют *действительно* начинающие компании, а не компании уже приносящие доходы (см. рис. 3.2, в котором также используется американская статистика).

Однако, как бы венчурные капиталисты ни пытались «умничать», они, как и все остальные, участвуют в игре инвестирования на гребне волны. Начинается строительство компаний, и начинания финансируются не в соответствии с перспективностью модели бизнеса, а в соответствии с вероятностью осуществления ими IPO. Для компаний главным мерилем успеха становится финансовый успех, т. е. количество денег, которое они привлекли. Венчурные капиталисты ощущают, вероятно, что оценки смехотворны, однако убеждены, что сумеют выйти до начала краха.

### В благоприятные времена венчурные капиталисты финансируют *действительно* начинающие компании

Количество финансируемых компаний, в зависимости от стадии их развития



**Рис. 3.2. В благоприятные времена венчурные капиталисты финансируют *действительно* начинающие компании.**

Источник: Venture Economics.

## Успех порождает избыток

Сначала приходит успех. Рольф Динст достаточно опытен, чтобы позволить себе кривую усмешку, вспоминая о том, как это происходило в случае с компанией Wellington Partners, мюнхенской венчурной фирмой, которую он основал. «Мы все думали, что мы — герои», — сказал он после успеха пары компаний из портфеля. Одной из них была компания Alando. Три брата Самвера и три лучших друга, которые только недавно закончили колледж, в течение 48 часов добились от компании Wellington финансирования своих наскоро составленных бизнес-планов. Будучи немецкой версией eBay, компания создала свой сайт, который заработал через две недели, а еще через четыре месяца она была продана eBay за 50 млн долл. Другие венчурные фирмы подсчитывали количество компаний «на 1 млрд долл.» в своих портфелях. Каждая венчурная фирма полагала, что она находится на верном пути к построению европейской версии Kleiner Perkins. Те, кто вошли поздно, неизбежно терпели крах, однако и пионеры рисковали слишком сильно увлечься первоначальным успехом и остаться на рынке слишком долго.

Тем временем, высокие доходы притягивали капитал. В первом квартале 2000 г. американские венчурные капиталисты привлекли 28,8 млрд долл., что, согласно *Venture Economics*, равнялось примерно той сумме, которая была собрана за шесть лет в период 1990–1995 гг. В 2000 г., в первый раз со времени начала работы рынка выкупов с использованием заемных средств (в середине 1980-х годов), институциональные инвестиции в американский венчурный капитал превысили инвестиции в выкупы. В США было создано более 25 фондов, размер которых превышал 1 млрд долл. На этой стадии цикла мощь генеральных партнеров возрастает по сравнению с партнерами с ограниченной ответственностью. Они могут формировать еще более крупные фонды и запрашивать более высокое вознаграждение. Партнерам с ограниченной ответственностью остается бороться за доступ к лучшим фондам.

## Жадность и страх

Однако генеральные партнеры также находятся под давлением, и это усугубляет действие цикла. Подъемы и спады на всех финансовых рынках часто характеризуются полярными эмоциями жадности и страха: жадность (или, мягко говоря, — стремление к прибыли) побуждает инвесторов к на-

рациванию финансирования, а страх — к снижению. И все же страха (или по крайней мере давления) хватает и в периоды бума. Адриан Бикрофт из Arah Partners утверждает: «Существует настоящее давление. Если вы выпускаете волну, то будете выглядеть очень глупо по сравнению со своими конкурентами». Любопытно, что некоторые венчурные фирмы долгое время отстранялись от Интернета — до тех пор, пока они не капитулировали и не бросились в него с головой.

Одно ответственное лицо из Arah вспоминает PaperX как «крайнее искушение». Компания Arah только что потеряла двух перспективных ответственных администраторов, перешедших в холдинговую интернет-группу Internet Capital Group (ICG), стоящую (на бумаге) многие миллиарды. И в тот момент поступило предложение в отношении электронного бизнеса, связанного с целлюлозно-бумажной отраслью. Компания Arah провела первый этап финансирования в размере 15,5 млн долл.: «Люди говорили о миллиардах долларов на отдельных биржах. Мы говорили себе, что потенциальный доход так высок, что фундаментальные факторы уже не имеют значения».

Обо всех инвесторах судят, сравнивая их с коллегами, так что быть правым — еще недостаточно. Тони Дай, главный инвестиционный директор публичного фонда Phillips & Drew, получил прозвище Доктор Приговор за свое предсказание краха фондового рынка за год до того, как он произошел. Незадолго до марта 2000 г. Дай, работа которого в течение нескольких лет оказалась недостаточно эффективной вследствие его медвежьего настроения, был вынужден уйти.

Другим аспектом страха является смертельный ужас «упустить что-нибудь», усугубляющий безумие. Как высказался один предприниматель: «Вы постоянно видите кого-то, получившего более высокую оценку (в течение раунда частного финансирования) или другого субъекта, получившего при выходе на публичный рынок 2 млрд долл.».

Тем не менее венчурные капиталисты осаждаются бизнес-планами. Разумеется, немногие из них имеют мужество применить метод отсева предложений, облюбованный одним их коллегой. Он произвольным образом разделял бизнес-планы на две стопки, одна из которых шла прямо в мусорную корзину. Тем не менее большинство боится, что может упустить очередную интересную находку. Это одна из причин, по которым прилежание является бедствием, — на все просто не хватает времени. Венчурный капиталист всегда опасается, что сделку может заключить кто-то другой, всегда кто-то другой. Так, видеокomпания Pixelton привлекла примерно 20 млн долл. и потратила 12 млн долл. на вечеринку в Las-Vegas, на которой гостей развлекали рок-группа The Who и другие. Позднее венчурные

капиталисты обнаружили, что генеральный директор десятью годами ранее обвинялся в мошенничестве и хищениях.

Когда деньги становятся «товаром», перед предпринимателями открываются огромные возможности. Как партнеры толкают друг друга локтями, чтобы выбросить деньги в венчурную фирму, так и венчурные капиталисты борются за участие в инвестиционной сделке. Реальная власть остается у предпринимателя. Начинающие компании одновременно получают несколько предложений и могут собрать безумные суммы денег на основе еще более безумной оценки. И все же дешевизна капитала дает возможность получить финансирование еще множеству фирм, работающих в той же сфере. Конкуренция является острой, и оказывается не так-то легко посмотреть на эту суматоху со стороны. Более того, наличие слишком большого количества денег может оказаться неблагоприятным для начинающей компании: «Компании подобны людям. Трудное начало порождает сильного человека» (James Surowiecki, 2001, *New Yorker*).

Избыток капитала вредит венчурному бизнесу и в других отношениях. Управление фондом на 1 млрд долл. отличается от управления фондом, размер которого в десять раз меньше. Фирма должна производить больше инвестиций или более крупные инвестиции, или же изменить правила игры. Некоторые фирмы нанимают новых сотрудников, другие этого не делают. Большинство партнеров становятся членами слишком многих правлений. Мелкие сделки объединяются, отдельные компании получают больше денег и одновременно — стимул для выхода из игры, поскольку плата за менеджмент, определяемая размерами фондов, увеличивается в меньшей степени, чем дополнительные расходы, связанные с бизнесом.

## Динамика спада

Иногда кажется, что венчурный капиталист проводит все свое время, переключая некий вентиль из положения «наполнить» в положение «слить» и обратно. «Год назад венчурные капиталисты выстраивались в очередь, чтобы дать деньги на компании, поставляющие корм для собак посредством Интернета. В этом году они не стали бы финансировать изобретателя, сконструировавшего действующий корабль для межзвездных перелетов», — сказал один инженер в 2001 г. (Tredennick and Shimamoto, 2001). После краха мыльных пузырей в технологической и телекоммуникационной отраслях на руках у венчурных капиталистов оказались самые крупные фонды за всю историю. Они держались на плаву с наличностью в кармане, и, тем не менее, все это было примером стадного поведения,

правда в данном случае, — в обратном направлении. Кран был перекрыт. Привлечение денег стало для предпринимателей чрезвычайно трудной или даже невозможной задачей.

Венчурные капиталисты расскажут любому желающему о том, что «дно» цикла является самым лучшим временем для инвестиций — аренда дешева и доступна, можно нанять превосходных специалистов, оценки более реалистичны, конкуренция со стороны других компаний, поддерживаемых венчурным капиталом и работающих в той же сфере, существенно сокращается. У всех остальных есть проблемы, и только у них портфели находятся «действительно в прекрасном состоянии». Однако, как бы то ни было, инвестиции не предпринимаются. Такое поведение не совсем иррационально. В 2001 г., например, фирма Kenner Capital, как и многие другие, не предприняла ни одной новой инвестиции. По мнению управляющего партнера Майкла Элиаса, отчасти это было обусловлено тем, что в течение долгого времени оценки европейских компаний прямого инвестирования застыли на уровне, в два раза превышающем американский. Требуется не менее шести месяцев, чтобы рынки прямых инвестиций скорректировали свои оценки в соответствии с крахом оценок на публичных рынках. В Европе, которая не видывала ничего, подобного американскому избытку, также потребовалось больше времени на то, чтобы зафиксировать цены на более низком уровне. Одни из худших инвестиционных решений были приняты в конце 2000 г. по обеим сторонам Атлантики, когда венчурные капиталисты решили, что первоначальные публичные предложения начнутся в течение шести месяцев, так что оценки для компаний, финансируемых посредством прямого инвестирования, оставались крайне высокими.

Элементарная психология также играет значительную роль в инвестиционном поведении. Что бы ни говорили венчурные капиталисты, их осаждают проблемы, связанные с их портфелями. Они могут видеть, что их фонды никогда не принесут фиксированный процент вознаграждения, и им приходится иметь дело с крайне недовольными партнерами с ограниченной ответственностью. Отрасль изобилует клише относительно «возврата к основным принципам», однако в действительности никто не имеет ни малейшего представления о дальнейших действиях, что создает устойчивое впечатление «витязя на распутье». С логической точки зрения, значение имеет только уровень NASDAQ через 5–7 лет, и все же в течение второй половины 2000 г. и на протяжении всего 2001 г. многие венчурные капиталисты были, казалось, прикованы к ежедневным изменениям индекса (пока надежда полностью не испарилась в течение 2002 г.). Один обитатель Кремниевой долины посетил Лондон в сентябре 2001 г. и задум-

мался, не совершить ли ему поездку на Франкфуртский автомобильный салон. Накануне своего отъезда он заявил, что он съездил бы во Франкфурт, «если бы NASDAQ закрылся на благоприятном уровне». Его самомнение привязывается к личному богатству, а оно, в свою очередь, определяется уровнем NASDAQ.

Смена настроения, кажется, происходит при изменении положения дел. Сразу после осуществления инвестиции венчурного капиталиста охватывает эйфория (поскольку предполагается, что это будет самая великая сделка всех времен). Неудача, причем приключившаяся в самое благоприятное время, задевает самолюбие, хотя провалы являются неотъемлемой частью работы венчурного капиталиста. Неудачи же после краха мыльных пузырей, разумеется, приняты гигантские масштабы. Всем пришлось существенно пересмотреть свои позиции — уж слишком многим предпринимателям уже мечталось через пять лет уйти на покой богатыми людьми. Еще в большей степени это относилось к венчурным капиталистам, которые некоторое время казались просто чудотворцами, особенно в США. Личные репутации неожиданно были поставлены под сомнение, когда оценки инвестиций, в свое время казавшихся золотым дном, на публичных рынках резко упали. Отрасль пришлось покинуть и инвесторам фондового рынка («быкам»), которые ставили на повышение и не смогли в трудные времена откорректировать свое поведение (это относилось и к тем, кто успел заработать богатство, и к тем, кто остался ни с чем).

В период спада восприятие риска кардинально изменяется. Крах интернет-компаний привел к возникновению терминов «B2C» и «B2B», т. е. «назад к консультированию» (Back to Consulting) и «назад к банкам» (Back to Banking). Прежде чем инвесторы решаются на те немногие инвестиционные сделки, которые все же заключаются, проходит несколько месяцев. С ними проводится процедура «дью дилидженс», состоящая из бесконечных попыток «устранить риск» из бизнеса посредством изматывающего финансового анализа, при этом очень много времени тратится на увиливание от прямого ответа по поводу сделки. Затем венчурные капиталисты вводят в инвестиционные соглашения разнообразные драконовские условия, чтобы еще больше «усилить» защиту от риска. Большинство же вообще устраняется от финансирования компаний, которые пока не приносят прибыли.

Значительная доля времени тратится на фиксацию портфелей. Сюда входят решения по поводу того, какие компании выживают, а какие — нет, сокращение издержек, транспортировка кресел Aeron, замена главных исполнительных директоров. Вознаграждение риска воспринимается теперь совсем по-иному. Вместо 30 перспективных компаний в наличии оказы-

вается только пять фирм, обладающих реальными шансами на успех, — и менее опытные венчурные капиталисты переносят свою паранойю на предпринимателей, которых они финансируют. «Тушение пожара» — не слишком приятная работа, и заключение новых сделок вовсе не вызывает былой эйфории. Действительно, существующая атмосфера сама по себе действует слишком угнетающе, чтобы поощрять энтузиазм, необходимый для новых инвестиций. Один участник венчурной фирмы за год до нашего разговора рассказал мне о своем разочаровании. Ведь с момента его прихода не было предпринято ни одной инвестиции. Стабилизации не способствует и отсутствие фиксированного процента вознаграждения, когда портфель находится в плохом состоянии, а ведь именно этот процент является основополагающим для существования венчурной фирмы.

Между тем, многие навыки существующих команд оказываются неадекватными задачам момента. В Европе, и до некоторой степени в США, «технологический пузырь» вовлек в бизнес множество неопытных банкиров и консультантов, которые не имели никакого представления о том, что такое спад, и не обладали достаточной квалификацией для работы с начинающими фирмами. Верена Мохaupt, одна из основателей интернет-компании Ciao, занимающейся консультациями потребителей в режиме «он-лайн», рассказывала в конце 2000 г. о том, что венчурные капиталисты и предприниматели прошли через одни и те же этапы обучения. Она указала на то, что многие одновременно учились в одних и тех же школах бизнеса, работали в одних и тех же инвестиционных банках и консалтинговых агентствах, что делает систему в целом уязвимой для «группового мышления».

Кадровая политика венчурных фирм носила в значительной степени краткосрочный характер — это было очевидно еще до исхода бума. Компания Carlyle Internet Partners была примером европейского фонда, который после окончания интернет-мании избавился от своих специалистов по электронной коммерции, изменил свое название и нанял специалистов в различных областях технологии. По окончании бума в сфере технологий и телекоммуникаций некоторые фирмы ринулись в область биотехнологии и здравоохранения, чтобы зализать свои раны. Неожиданно они стали нанимать партнеров, ранее работавших в биотехнологических компаниях, и составлять наблюдательные советы из профессоров с соответствующих университетских кафедр.

В подобных условиях главным вопросом быстро становятся отношения с инвесторами. Генеральные партнеры начинают заботиться о том, как и когда они соберут средства для следующего фонда, а не о том, смогут ли они выжать «премиальное вознаграждение» у своих инвесторов. Многие из



них, собирая средства для фондов в конце 1990-х годов, были вынуждены раздавать несколько сомнительные обещания. Таким образом, им приходилось затрачивать немало усилий на объяснения со своими инвесторами, когда их портфели оказались затопленными «морем красных чернил»\*.

Беспокойство по поводу привлечения средств для фондов усугубляет инвестиционные опасения. Возможности для выхода отсутствуют, поскольку в период спада рынок первоначальных публичных предложений закрыт, а активность в области слияний и поглощений в значительной степени ослаблена. В условиях невозможности выхода становится все тяжелее убеждать партнеров с ограниченной ответственностью предпринимать инвестиции, так что некоторые фирмы стараются максимально растянуть инвестиционный период.

Фирмы, чья история началась примерно в конце 1990-х годов, борются за привлечение новых средств, так что имеет место значительный отсев, который не касается только наиболее утвердившихся на рынке компаний. Даже у тех небольших предприятий, которые предприняли удачные инвестиции, иссякли средства, и они, не без мучений, растворились в ходе последующих раундов финансирования. По некоторым оценкам, количество венчурных капиталистов, занимающихся финансированием на раннем этапе, в Европе возросло в период «мыльного пузыря» до 400 или более. Однако лишь небольшая часть из них выжила.

Единственным созидательным результатом разрушения, вызванного крахом «мыльного пузыря», было создание инфраструктуры венчурного капитала в Европе, а также опыт, полученный рынком, который все еще остается на стадии созревания.

Выжившие венчурные капиталисты должны более добросовестно выполнять свою работу, которая, как выяснилось, состоит в строительстве прибыльных компаний в течение 5–7 лет, а не в создании призрачных проектов на потребу NASDAQ или (позднее) Neur Markt всего за 12–18 месяцев. Однако чрезмерное процветание закончилось весьма жестким приземлением, что сопровождалось еще и кризисом доверия. Все это привело к разрушению многих молодых компаний, которые в ином случае оказались бы жизнеспособными, а едва оперившиеся фирмы вообще не имели шансов «оторваться от земли». Самые надменные участники отрасли вряд ли извлекли уроки из случившегося. Слишком многие сейчас просто обвиняют во всем рынок, не пытаясь глубже разобраться в корнях проблем.

Лучшими венчурными капиталистами оказались люди, способные сохранять веру и извлекать уроки. Кроме того, хороший венчурный ка-

---

\* Это выражение (red ink) на языке оригинала означает потери, убытки. — *Прим. ред.*

питалист должен выносить независимые суждения, которые позволяют ему инвестировать даже в период продолжительного спада, а не только на подхвате у очередной волны, когда уже впору выходить из рынка. Однако инвесторы, играющие на понижение и, как правило, страдающие шизофренией, которая приводит к тому, что часть дня они убивают компании, а другую часть дня с энтузиазмом поддерживают новые фирмы, — довольно редкая птица. Как выразился сэр Рональд Коэн: «Вы должны уметь извлекать пользу из всех этих взлетов и падений, наподобие яхтсмена, который использует плохую погоду для движения вперед».

## Библиография

- Kindleberger, C. P.** (1978, 1989, 1996, 2000) *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, (4th edn.). John Wiley & Sons, USA.
- Mackay, C.** (originally published 1841) *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, (1995 edn.) Wordsworth Editions Ltd, Hertfordshire.
- Maemsten, E., Portanger, E. and Drazin, C.** (2001) *boohoo: a dot.com story/from concept to catastrophe*. Random House Business Books, London.
- Sahlman, W. A. and Stevenson, H. H.** (1987) 'Capital market myopia', the President and Fellows of Harvard College, Harvard Business School teaching note. This teaching note was prepared by Associate Professor William A. Sahlman and Professor Howard H. Stevenson. Reprinted by permission of Harvard Business School.
- Tredennik, N. and Shimamoto, B.** (2001) 'An engineer's view of venture capitalists', Spectrum Online IEEE (Institute of Electrical and Electronics Engineers).
- Veverka, M.** (2002) 'Pied Piper of the 'net: How John Doerr sparked the internet boom and brought home big profits', Barron's, 10 June.

## Эклектичная история венчурного капитала в Европе

Разумный человек приспособляется к миру. Неразумный упорно пытается приспособить мир к себе. Таким образом, прогресс определяют неразумные люди.

Джордж Бернард Шоу, *«Человек и сверхчеловек»*, 1903 г.

НА ПРОТЯЖЕНИИ ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ ЧАСТИ двух или трех прошедших десятилетий роль венчурного капиталиста в Европе требовала почти миссионерского рвения. Пионеры отрасли сами были настоящими предпринимателями. Им приходилось быть истинно верующими или слегка сумасшедшими. До конца 1990-х годов никто был не вправе говорить о венчурной отрасли, которая поддерживала бы молодые компании. Условия, которые требуются венчурным компаниям для процветания и зарабатывания денег, просто не существовали. Например, не хватало интересных проектов. «В 1980-е годы предпринимателями становились только те люди, для которых иной вид деятельности был заказан, — вспоминает Питер Инглантер, который присоединился к ассоциации Alan Patricof Associates (АРА, ныне Арах), когда она формировала свой первый фонд в 1981 г. В 1980-е годы новые венчурные предприятия обычно привлекали чудаков. Как правило, это были люди, которые не могли найти себе постоянной работы. И, конечно, они не были опытными управляющими».

Это было на заре эры Маргарет Тэтчер в Великобритании, когда поощрялась «предпринимательская экономика», приветствовалась инициатива (можно вспомнить, например, Схему торгово-промышленных предприятий — Business Enterprise Scheme), а также пропагандировалась

идея о том, что зарабатывать деньги — вполне приемлемая вещь. И все же предпринимательство рассматривалось, по существу, как американское явление. Было почти неслыханным, чтобы менеджеры высшего звена оставляли свои должности в корпорациях для того, чтобы организовать собственные компании. Существующие венчурные фонды были очень маленькими. Вследствие этого компании не могли рассчитывать на финансирование, превышающее по объему 2 млн фунтов, которые представлялись в несколько раундов, что сильно затрудняло развитие этих компаний и, в большей или меньшей степени, исключало их продвижение на американском рынке (а это крайне важная цель для большинства технологических компаний). Лишь немногие люди в действительности понимали ситуацию и втягивались в нарастающую гонку по созданию новых компаний. Определенно, среди них не было жены одного предпринимателя, финансируемого в конце 1980-х годов одной компанией прямого инвестирования. Этой женщине пришлось объявить голодовку протеста против разрушения бизнеса ее мужа, которое повлияло на их семейную жизнь.

Нынешние обладающие опытом работы на рынке управляющие содрогаются, оглядываясь назад, на некоторые явно сомнительные венчурные предприятия, которые они тогда финансировали. Стоит вспомнить, например, компанию MotoMor, производившую гигантскую «механизированную губку» для отсасывания воды из почв болотистых полей для крикета и гольфа и получившую в 1982 г. финансирование от Роналда Коэна (ныне сэра Роналда, промышленного магната) из компании АРА. Непосредственная помощь в те дни включала отправку управляющему директору рождественских подарков от АРА. Этот человек был введен в компанию венчурной фирмой для осуществления крайне необходимой маркетинговой экспертизы, однако ему пришлось пережить серьезные финансовые затруднения, когда его попросили (и это было обычной практикой в те дни) вложить в этот бизнес 40 тыс. фунтов собственных денег. Эта «губка» была «прекрасно спроектирована», однако при цене 5 тыс. фунтов за штуку крикет- и гольф-клубы не горели желанием ее приобретать. В чем состоит урок для инвесторов? Существовала некая острая проблема (а венчурный капиталист любит предприятия, решающие острые проблемы), а именно: унылый английский климат. Однако рынок услуг по производству «губок», по цене, которая окупала бы издержки, не сложился.

Деньги приносили лишь немногие инвестиции, и на это находились вполне очевидные причины. Компания National Telecommunications оказалась еще одной инвестицией АРА, на этот раз она была произведена

Адрианом Бикрофтом, который пришел в АРА в 1984 г. из Boston Consulting Group. Компания, производившая офисные телефонные системы, использовала в своих интересах ослабление монополии British Telecommunication, акционировалась, сделала несколько приобретений в США, и, когда они не сработали, компания прогорела. Как утверждает Бикрофт, основной бизнес был вполне солидным, однако банкиры встревожились, решили, что им необходимо вернуть свои 7 млн фунтов, и приготовились назначить ликвидатора. Однако Бикрофт, который взял в свои руки управление компанией, уволил президента, зная, что у него в руках находится козырная карта. Банк просто забыл привести свои бумаги в порядок. «Мы сказали, что все это нам очень интересно, мы согласились заплатить вам, но вы отказались. Банкир поблeднел, ушел и когда через полчаса вернулся, признал нашу правоту». Изменив свою позицию за несколько часов, банк согласился одолжить еще 2 млн фунтов. Через шесть недель компания была продана фирме Alcatel за 40 млн фунтов. Сам автор называет такой результат «великим выходом Бикрофта».

Венчурный капитал был в те времена «спортом» неопределенного меньшинства, практически неизвестным в более широких кругах делового мира. Вики Мадфорд, первый работник Британской ассоциации венчурного капитала (British Venture Capital Association), основанной в 1983 г., вспоминает клиентов, которые звонили и просили «немного этого авантюрного капитала». Лишь избранное меньшинство было осведомлено о небольшом буме в сфере венчурного капитала в Америке. Бикрофт обучался в Гарварде (выпуск 1976 г.) вместе с Джоном Доуэрром, который был партнером Kleiner Perkins, а позднее считался самым известным в Америке венчурным капиталистом эры Интернета. «К 1983 г. я наблюдал Доуэрра, живущего в очень большом доме на холме в Сан-Франциско», — вспоминает Бикрофт. Бум в сфере персональных компьютеров был в разгаре. Компания Apple превратилась в публичную в декабре 1980 г., и в том же году была зарегистрирована биотехнологическая компания Genetech.

Другой существенной проблемой для венчурных инвесторов была нехватка «путей выхода», посредством которых они могли бы реализовать свои денежные средства. Созданный в 1981 г. Рынок некотируемых ценных бумаг (Unlisted Securities Market — USM) при Лондонской фондовой бирже, который предлагал компаниям менее обременительные условия регистрации, чем сама биржа, был первой ласточкой. Компания Acorn Computers, производившая домашние компьютеры и основанная Германом Хаузером и Крисом Карри, стала частью «урожая» первоначальных публичных предложений (IPO) 1983 г. (что вскоре принесло Хаузеру ка-

питал в размере 100 млн фунтов — перед тем, как компания разорилась наряду с другими компьютерными фирмами и перешла в руки итальянской компании Olivetti). Однако ликвидность была крайне низкой, что почти исключало для инвесторов возможность превращения своих средств в наличность. Как предзнаменование биржи Neur Markt компания вспыхнула ярким огнем и умерла, не создав никакой реальной субстанции, — чтобы в конечном итоге воскреснуть в 1995 г. в виде Альтернативного инвестиционного рынка (Alternative Investment Market — AIM). В Европе никто не мог конкурировать с NASDAQ, американским рынком для растущих компаний, который сам по себе представлял собой достижимую цель для компаний, добившихся существенного присутствия в США. Это, в свою очередь, оказалось невозможным с теми крошечными суммами денег, которые предоставляли поставщики венчурного капитала. Например, первая европейская фирма по разработке программного обеспечения появилась в NASDAQ только в 1994 г.

Не удивительно, что тогдашние инвесторы считали себя предпринимателями. Как провозглашал один из первых проспектов компании Арах (тогда еще MMG Patricof): «Мы предприниматели... Мы выросли, потому что мы понимаем предпринимательский дух и культуру». Они проламывали лед (чего нельзя сказать о большей части венчурных капиталистов, принадлежащих к современному поколению), а это почти с неизбежностью вело к возникновению взаимной симпатии между инвесторами и теми предпринимателями, которых они поддерживали. Кое-кто имел иммигрантские корни, что часто рассматривалось как один из катализаторов предпринимательского рвения. Сэр Роналд, например, прибыл в Англию со своей семьей из Египта в 1956 г., спасаясь от Суэцкого кризиса, и едва ли он знал хоть слово по-английски. Через девять лет он был уже президентом Оксфордского союза (Oxford Union).

Даже компания Zi, которая, как считается, была бюрократической организацией с самого своего рождения, вовсе не являлась таковой в начале пути. Джон Кинросс, начальник контрольно-финансового управления в 1950-е годы, заметил:

— И Билл (речь идет о Билле Пирси, первом руководителе Промышленной и торговой финансовой корпорации (ICFC), как тогда называлась организация), и я любили играть в покер (в бизнесе) с людьми, не заслуживающими доверия. Это было для нас чем-то вроде спорта. Один из нас должен был знать, когда нажимать на тормоза, а другому временами приходилось быть совершенно безжалостным. Если бы мы с Биллом не обладали авантюрной жилкой, сомневаюсь, просуществовала ли бы ICFC

*долгие 5–7 лет. В дальнейшем мы могли позволить себе повысить свои стандарты и сделали это.*

Купи и Кларк, 1995 г. (Coopey and Clarke, 1995)

В то же время попытки финансировать молодые компании уже предпринимались в прошлом. Хотя зарождение венчурной отрасли в Европе обычно относят к 1945 г. и основанию ICFC Банком Англии и ведущими клиринговыми банками, в действительности старейшей венчурной фирмой Великобритании является компания Charterhouse, созданная в качестве предпринимательской инициативы одним лицом, которое изначально «не имело поддержки, выраженной в заинтересованности или доверии финансового сообщества» (Dennett, 1977). В 1925 г. Хьюберт Наткомб Хоум, человек, настроенный весьма предприимчиво с тех пор, как ему пришлось покинуть армию вследствие нехватки денежных средств, сидел с парочкой лондонских друзей, обсуждая вопрос о том, «что было бы, если бы мы попросили общественность дать нам некоторую сумму денег, которую мы могли бы промотать». Это стало сигналом для образования траста Charthouse Investment Trust. Будучи сама небольшим трастом, компания основала в 1934 г. дочернюю компанию Charthouse Industrial Development Company (CIDC). Это стало ответом на деятельность знаменитого парламентского комитета 1931 г., возглавляемого шотландским адвокатом Х. П. Макмилланом. Последний сформулировал то, что впоследствии стало называться «разрывом Макмиллана» (Macmillan gap)\*.

«Разрыв Макмиллана», по сей день озадачивающий политиков (не говоря уж о предпринимателях), означает трудности в привлечении долгосрочного капитала для небольших и средних предприятий. Комитет пришел к выводу, что связи между банками и промышленностью, включая небольшие инновационные предприятия в Германии, Франции и США, функционируют гораздо лучше, чем в Великобритании, и что с этим нужно что-то делать. Компания CIDC (ныне Charthouse Development Capital), которая, подобно многим компаниям в отрасли, давно передвинулась вверх по «пищевой цепочке»\*\* — т. е. сосредоточилась на выкупе с использованием заемных средств (LBO), — в свое время финансировала множество небольших фирм, даже если, как говорит молва, менеджер-

\* Разрыв Макмиллана — нехватка долгосрочного капитала для образования мелких и средних компаний в Великобритании в 1920–1930-е годы, отмеченная в докладе Макмиллана о финансировании британской промышленности в 1931 г. — *Прим. ред.*

\*\* В биологии «пищевой цепочкой» называют ряд организмов (растений, животных, микроорганизмов), где каждое предыдущее звено служит пищей для последующего. — *Прим. пер.*

собственник при получении первого чека от CIBC обналичивал его в банке и скрывался, не оставив адреса.

Первый официальный ответ комитету Макмиллана появился только после окончания Второй мировой войны (в 1945 г.), когда была создана ICFC. Впрочем, компанию Zi трудно назвать правительственным учреждением, как часто предполагается даже сейчас. Хотя в значительной части инициатива действительно исходила от правительства, главным сторонником создания института, обслуживающего частный сектор и держащегося подальше от правительства, был Банк Англии. Однако пять крупных клиринговых банков, выбранных для финансирования организации, не так-то легко пошли на это. В послевоенную пору они страстно желали вернуться к своему обычному бизнесу и с недоверием отнеслись к модели, которая требовала от них ведения дел с «некомпетентными, расточительными и бездеятельными людьми». Даже подобные эпитеты были бы слишком мягкими по отношению к непрактичным изобретателям, которые слишком легко теряли как свои, так и чужие деньги» (Coorey and Clark 1995).

В течение нескольких десятилетий основная часть деятельности ICFC приходилась на сектор обрабатывающей промышленности (хотя в 1970-е годы также увеличился интерес к сфере услуг). Тем не менее первые заигрывания с технологической сферой относятся еще к 1960-м годам. Это совпало по времени с ложным пророчеством премьер-министра Гарольда Вильсона о новой Британии, которая «будет выкована в горниле этой [технологической] революции». В 1960-е годы была выдвинута Инициатива под названием «Капитал для целей технического развития» (Technical Development Capital), нацеленная на финансирование инноваций, с тем чтобы войти в состав ICFC в 1966 г. В те времена нередко раздавались недоуменные голоса в связи с тем, что Британии не удавалось перевести науку на «коммерческие рельсы». Группа ответственных лиц была отправлена в Массачусетский технологический институт в надежде набраться полезного опыта. Успех этих усилий оказался не слишком прочным, проявившись в создании компании Oxford Instrument, производителя мощных магнитов. В конце 1960-х годов ICFC взялась за финансирование основателя компании сэра Мартина Вуда, через десять лет, после того, как он приступил к работе над проектом в своем садовом сарае. Однако, хотя неудачи TDC были меньшими, чем ожидалось, доходы в целом оказались не слишком впечатляющими. Было признано, что организация «значительно отстает от потребителей» (Coorey and Clark 1995, 86). Добро пожаловать в мир финансирования технологических начинающих компаний!

Это было в начале 1970-х годов, в десятилетие, наполненное событиями, когда европейским провидцем была основана первая на континенте



компания прямого инвестирования. В 1971 г., за год до основания Kleiner Perkins, Роналд Коэн и три его партнера основали корпоративную финансовую структуру под названием «Многонациональная группа менеджмента» (Multinational Management Group — MMG, которой позже дали прозвище «Make Money Grow» — «Заставь деньги расти»). В 1969 г. Сэр Роналд окончил Гарвард по программе «Магистр бизнес-администрирования» (Master of Business Administration — MBA) и вернулся в Европу, убежденный в том, что «очередным важным шагом» будет интернационализация концепции предпринимательства. После двух лет работы в компании McKinsey он решил основать «крупную профессиональную фирму, работающую в сфере предпринимательства».

Французское правительство также заинтересовалось технологическими компаниями, сконцентрированными в районе Рут 128 около Бостона, и заказало отчет. Питер Брук, основатель TA Associates, известной венчурной фирмы с Восточного побережья, принял участие в написании раздела, посвященного важности венчурного капитала при создании технологических компаний (Gupta, 2000). В результате французское правительство ввело ряд налоговых льгот, для того чтобы стимулировать частных лиц и организации, производящие инвестиции. В 1973 г. была создана компания Sofinova, одна из известных на сегодняшний день французских фирм, причем в числе ее инвесторов была и фирма TA Associates. Однако у Брука не было никаких иллюзий по поводу трудностей, связанных с ведением бизнеса в Европе в то время. «Я должен сказать, что продвижение к цели было нелегким в социалистической среде. Экономический рост был вялым. Не было никакой инициативы».

Компания MMG также находила экономический климат не слишком благоприятным. В 1976 г. четыре партнера, каждый из которых был выпускником Гарварда, составляли аналитическую записку, посвященную будущему. Двое из них были настроены крайне негативно, в то время как другая пара принадлежала к оптимистам и состояла из Коэна и Мориса Ченио, который в настоящее время управляет парижским отделением Arah. «Я написал там кое-что об отношении между настойчивостью и так называемой удачей», — говорит сэр Роналд. В следующем году он объединил усилия с Аланом Патрикофом, строптивым нью-йоркцем, обладающим острым языком и большим чувством юмора, с целью создания MMG Patricof Group. В конце 1980 г. он поставил задачу сформировать первый фонд за счет средств институциональных инвесторов, который получил название ARA Ventures. На то, чтобы собрать 10 млн фунтов, понадобилось 10 месяцев (последний фонд Arah был в размере 4,4 млрд евро), причем половина денежных средств была собрана в США. Инвесторы из Великобритании

были представлены пенсионным фондом West Midlands Pension Fund, который до сих пор является инвестором Арах. Для пенсионного фонда эта инвестиция была одним из способов внести свой вклад в восстановление базы британской обрабатывающей промышленности.

В начале 1980-х годов возникло новое поколение венчурных фирм — от банковских кэптивных структур, таких как Country NatWest Ventures, инвестирующих за счет собственных ресурсов, и до аналогов американских групп. К числу последних относилась английская фирма Advent Venture Partners. Она была основана сэром Дэвидом Кукси в 1981 г. в качестве первого иностранного филиала TA Associates. Корпорация ICFC (которая поменяла имя бренда на Investors to Industry, а затем, в начале 1980-х годов, — на 3i), обладавшая тогда почти монопольным положением, весьма неприветливо встретила появление новичков и их «методов в американском стиле». К числу таких методов относилось предоставление скорее собственного капитала, чем заемных средств (обычно предоставляемых ICFC), а также практической помощи инвестируемым компаниям. Сэр Дэвид Кукси вспоминал: «Мы были причиной раздражения. Почему мы предоставляли собственный капитал компаниям, “которые в нем не нуждались”? Однако они были слишком велики и надменны, чтобы ощущать в нас угрозу». Главным раздражителем стало то, что развивающаяся отрасль оказывалась притягательной силой для персонала ICFC. Этим людям, прошедшим подготовку в «университетах венчурного капитала», оказалось не так уж трудно переманить, поскольку им явно недоставало стандартов вознаграждения, обычных для отрасли. Текучесть кадров в начале 1980-х годов достигала 30%.

## Континентальная Европа

В то же самое время начали появляться немногочисленные венчурные фирмы и в материковой Европе, однако это было занятием не для малодушных. Подозрительное отношение к этому виду бизнеса было особенно острым в Германии. Доктор Йохен Макенродт, тогдашний вице-президент Siemens, отвечающий за венчурный капитал, рассказывал газете *Financial Times* в 1987 г.: «Это считалось чем-то вроде заболевания, а не примером для подражания... Никто не хотел видеть здесь американские методы».

Возьмем для примера старейшую из выживших германских венчурных фирм Techno Venture Management (TVM). Она являлась филиалом TA Associates, основанным в 1984 г. совместно с фирмами Siemens, Matuschka,

а также сэром Дэвидом Кукси. Как вспоминает сэр Дэвид, единственным способом сформировать фонды для этой компании было проникновение в отрасль «через черный ход». По его рассказам, Макенродт проделал великолепную работу, «выжимая» из руководства Daimler-Benz, Mannesmann и Deutsche Bank «небольшой вклад» в экономику Германии. Однако немецкий подход к венчурному капиталу сильно отличался, если не сказать больше. На третьем году своего существования TVM гордилась тем, что ни одна из ее инвестиций в 30 германских и американских фирм не потерпела крах. В 1987 г. Питер Калешке, управляющий директор в TVM, рассказывал *Financial Times*: «В Великобритании полагают, что не потерять ни одной инвестиции было бы слишком хорошо, имея в виду, что только дерзающий может потерпеть неудачу. В Германии мы отвечаем за то, чтобы венчурный капитал не ассоциировался с потерей денег и рискованными вложениями. Напротив, он предполагает инвестирование, производимое после тщательного анализа».

Тщательного? Ну, не всегда. Сэр Дэвид вспоминает образование дочерней компании Siemens, которую финансировала фирма TVM. Он изъявил желание дополнить инвестиционное соглашение статьями, оговаривающими капитальные затраты. Однако Макенродт твердо заявил: «Может, вы и нуждаетесь в чем-то подобном в Великобритании. А здесь, в Германии, дисциплина намного выше, и в этом нет необходимости».

Вскоре после совершения инвестиции Макенродт позвонил по телефону. «Дэвид, — сказал он осторожно, — я навестил их. Вы правы. Во дворе стоят четыре новых Porsche». Как сказал Кукси, единственной неожиданностью здесь было признание Макенродта в своем открытии.

Кроме того, в этот период возникло много потрясающих, но неудачно начатых общеевропейских проектов. К ним относится, например, проект Euroventures, запущенный в 1984 г., в соответствии с идеей, выдвинутой на Круглом столе европейских промышленников (Round Table of European Industrialists). Это был один из многочисленных планов содействия конкурентоспособности Европы в сфере технологий. Проект поддержали такие промышленные компании, как Saint Gobain, Bosch, Fiat, Pirelli, Philips, Volvo и Olivetti. Грандиозный замысел, нацеленный на налаживание связей между крупным и малым бизнесом, а также на устранение национальных границ в Европе, задыхался от недостатка профессионалов в области венчурного капитала. Одной из самых выдающихся инвестиций стала бельгийская компания, занимающаяся прокатом видеофильмов, — Super Club. В 1991 г. компании Philips пришлось спасти Super Club, после того как убытки за предыдущий год составили несколько миллиардов бельгийских франков.

Следующий год был ознаменован созданием крупнейшей на тот момент компании, финансируемой венчурным капиталом. Компания European Silicon Structures (ES2) была экспериментальным предприятием, производящим заказные микросхемы. Ее основание пришлось на 1985 год и было отмечено привлечением ведущих специалистов отрасли (в эпоху, когда оставление стабильных высокооплачиваемых должностей было явлением необычным). Сопредседателями были Робб Уилмот, бывший генеральный директор ICL, а до этого ветеран Texas Instruments, а также Роберт Хейкс, один из ведущих сотрудников компании Motorola, а главным администратором был Жан-Люк Гран-Клеман, также ранее работавший на компанию Motorola. Целью было построение на голом месте общеевропейской компании. Правительства тогда поощряли лишь собственных национальных чемпионов, что препятствовало созданию сильного конкурента японцам и американцам. Это был во всех отношениях амбициозный проект, включая его охватывающую всю Европу бизнес-структуру, предполагающую лишь номинальные юридические штаб-квартиры. Даже счета с самого начала были деноминированы в эю. Дэвид Кукси из Advent внес первые 500 тыс. долл. в качестве «семенного капитала» (и на начальном этапе предоставил место в помещениях Advent). В итоге компания, построившая свою собственную фабрику по производству микросхем, собрала средства в размере 100 млн долл. — благодаря венчурному капиталу, корпоративным инвестициям и грантам. Первый раунд венчурного финансирования был предпринят группой фирм из всех уголков Европы (сегодня это известные фирмы, среди которых TVM, Schroder Ventures и Alpha в Париже). Другие же фирмы (Four Seasons из Стокгольма и Beaver Investment из Гааги) шли к этому долго. Род Эттулл, бывший директор по вопросам технической информации, управлявший UK (и нанявший в качестве менеджера по продажам Робина Саксби, ныне сэра Робина, основателя компании ARM, специализирующейся на разработке микросхем), вспоминает основные трудности. Во-первых, требовалось объяснить инвесторам, что, собственно, собирается делать компания. Во-вторых, проблема состояла в привлечении первого инвестора. «По отдельности все они говорили, что предпримут инвестицию, если то же самое сделает X. При этом они обещали поговорить с X. Тем временем проходили недели и месяцы. В конце концов, мы собрали их всех в одной брюссельской гостинице и попросили пообщаться друг с другом». С ретроспективной точки зрения производство кремниевых чипов на венчурные средства было трудной задачей. Компания ES2 была продана через десять лет после своего основания калифорнийской компании Atmel, нуждающейся в европейской

производственной базе (сумма сделки не раскрывалась, но, предположительно, была чисто номинальной).

В течение этого периода венчурный капитал ни в коей мере не был синонимом технологии. Например, в 1982 г. объектом одной из первых сделок сэра Робина стала фирма *My Kinda Town*, когда она имела только один ресторан. «Я имею представление [об американской семейной пище] из моего американского опыта», — сказал он. Другим примером была книжная сеть *Waterstones*, открытая на деньги ICFC в начале 1980-х годов, финансируемая затем АРА и проданная компании *WH Smith* в 1989 г. Тем временем подход к технологической сфере был явно дилетантским. В один день инвесторы были готовы заниматься биотехнологией, а другой переключали свое внимание на дисководы. Бикрофт, который имел ученую степень в области физики, признается в том, что предпринимал инвестиции как в сфере биотехнологии, так и в сфере информационных технологий. «Единственным правильным решением было принятие на работу Хэмиша Хейла [который организовал в *GD Searle* крупнейшую в Европе исследовательскую группу в области генной инженерии]. Будучи физиком, я не понимал ничего в биотехнологии». Теперь в Арах работает группа примерно из десяти специалистов в области биотехнологии, каждый из которых специализируется в своей нише.

Недостаток доверия, а также ограниченный размер фондов означали, что сделки часто проводились примерно пятью фирмами. Это затрудняло отслеживание результатов отдельных фирм, поскольку каждая претендовала на хорошие сделки, в то время как находилось мало охотников признавать неудачные сделки (гораздо более частые). С точки зрения предпринимателей, подобная ситуация была крайне неудовлетворительной, поскольку в отсутствие ведущего инвестора каждая венчурная фирма рассчитывала, что следить за работой финансируемой компании будут фирмы-компаньоны. Множество фирм потеряло деньги, обанкротившись или перейдя на более легкий хлеб выкупов компаний менеджментом, т. е. к менее рискованному бизнесу с более предсказуемыми и быстрыми доходами.

В то время как Кремниевая долина уже пережила несколько небольших инвестиционных циклов венчурного капитала, в Европе первый реальный спад наступил в начале 1990-х годов, вслед за пиком привлечения фондов в 1989 г. Кэптивныe структуры ушли с рынка, и некоторые независимые фонды потерпели крах. Компания Арах как раз закончила финансирование третьего фонда (в 1987 г. было собрано 75 млн фунтов). Долгое время инвесторы задавались вопросом, сможет ли фонд хотя бы вернуть инвестированный капитал. В период 1990–1994 гг. в Велико-

британии не существовало никаких возможностей для выхода (если не считать ликвидации). Бикрофт заявляет, что темпы инвестиций Арах в течение этого периода были очень невысокими. Работая в качестве консультанта по целлюлозно-бумажной промышленности в компании BCG, он узнал о циклах все. Тем не менее, по его словам, он знал, что инвестиции следует производить, однако его «беспокоило, не приведет ли это к ухудшению ситуации. Гораздо легче управлять компаниями других людей».

Энн Гловер, которая во время своей работы в Арах предприняла инвестиции в Virtuality, компанию, занимающуюся развлечениями в сфере виртуальной реальности, описывала трудности финансирования технологической компании. Впрочем, ее описание кажется до ужаса современным: «Вы должны были предсказать судьбу всей инвестиции и доходы от нее. Не было ни инвесторов второй стадии [т.е. инвесторов, которые должны прийти с целью последующего финансирования], ни убыточных публичных компаний. Вы должны были добиться прибыльности инвестированного капитала. Мало кто мог удовлетворить этим критериям. Эта компания оказалась исключением» (Virtuality была зарегистрирована на Лондонской фондовой бирже — при этом Арах заработала деньги, — хотя позднее она обанкротилась).

Денежные средства для молодых компаний приходят из самых разнообразных источников. В то время как сегодняшние венчурные капиталисты «трясутся» над потенциальными компаниями, которые могут быть созданы на базе университетов, первые дни Cambridge Display Technology (CDT), компании, специализирующейся на технологии светоизлучающих полимеров, были совсем иными. Компания, одним из основателей которой в 1990 г. был профессор Ричард Френд, выживала за счет денег довольно известных «бизнес-ангелов». Среди последних были Германн Хаузер (получивший степень доктора в области физики одновременно с Френдом), Эстер Дайсон (американский гуру в сфере технологии), а также Джон Скалли, бывший генеральный директор Apple. Но вот в 1993 г. в одной воскресной газете появилась статья, в которой утверждалось, что CDT обладает технологией для производства «телевизионных экранов, достаточно больших, чтобы они могли занять всю стену». По утверждению профессора Френда, эти заявления были «едва ли не полной выдумкой», тем не менее именно они заставили Фила Коллинза и других членов поп-группы Genesis, которая «немного баловалась технологическими инвестициями», вложить 400 тыс. фунтов стерлингов. Лишь после этого аналогичная сумма была предоставлена Кембриджским университетом, и это был первый случай, когда этот университет принял

участие в венчурном инвестировании. Профессор Френд утверждает, что «менеджер Genesis «знал о начинающих компаниях больше, чем так называемые венчурные фонды. Он понимал, что воплощение идеи в виде продукта требует времени, что инвесторам следует проявлять терпение и инвестировать на протяжении нескольких стадий, — все это, разумеется, едва ли кажется великой премудростью в настоящее время. Венчурные капиталисты застряли бы на какой-нибудь мелкой детали, связанной с риском, — и допустили бы промашку. Но тут пришли эти ребята и попали в самую точку». Став инвесторами, они «были вежливы на собраниях правления, старались не мелькать перед фотокамерами и, в конце концов, продали свои вложения и заработали много денег. Впрочем, нельзя сказать, что они так уж в них нуждались».

## Ранние плоды восстановления

В 1993 г. Майкл Джексон, создавший в 1980-е годы компанию Sage, специализирующуюся на разработке программного обеспечения для бухгалтерского учета, предпринял свою первую инвестицию в Select Software Tools. Его венчурная фирма Elderstreet имела форму синдиката «бизнес-ангелов», и Select Software оказалась ее первой сделкой. Годом позже последовала фирма Micromuse. «Эти люди [Стюарт Фрост из Select Software и Крис Доз из Micromuse, который убил себя в своем “Макларене Ф1” в 1999 г., через год после весьма удачного первоначального публичного предложения на бирже NASDAQ] были потрясающими предпринимателями, масштаб и видение которых значительно отличались от того, что я встречал раньше, — сказал он. — Они вдохновлялись примером американских рынков, оба читали Джефффри Мура (“Преодоление расхождений” — Geoffrey Moore *Crossing the Chasm*) и говорили о несколько другой модели бизнеса, а именно о “сжигании денежных средств”. Они не зарабатывали денег и не собирались этого делать, с точки зрения максимально быстрого увеличения продаж. Они буквально восприняли прочитанное и стремились к расширению и выходу на глобальный уровень».

В Великобритании широкую известность приобрел бренд Sinclair — благодаря усилиям сэра Клайва Синклера\*, ученого, обладающего талантом изобретателя, однако испытывающего несколько меньший интерес к коммерческому использованию своих изобретений. Между тем, несколько британских предпринимателей также начали создавать технологические

\* Английский изобретатель и предприниматель, создатель компьютера Spectrum, основатель компаний Sinclair Radionics, Sinclair Research Ltd. и др. — *Прим. пер.*

компании, не привлекая внимания широкой публики. В Кембридже фирма 3i финансировала Питера Дейва, основателя фирмы Unipalm, дочерняя компания которой (Pirax) первой в Великобритании стала производить программное обеспечение для доступа в Интернет. Джим Мартин, который в то время руководил офисом 3i в Кембридже, вспоминает, что, когда Дейв добился встречи с ним, никто не слышал ни о каком Интернете. Фирма Unipalm появилась на Лондонской фондовой бирже в 1994 г. и стала первым в мире поставщиком услуг Интернета, осуществившим первоначальное публичное предложение. В следующем году компания была продана американской фирме UUNET за 97 млн фунтов стерлингов. Другой значительный успех венчурных капиталистов был связан с именем Клиффа Стендфорда, основателя компании Demon Internet, которая была профинансирована в 1995 г. компанией Арах и продана в 1998 г. компании Scottish Telecom за 30 млн фунтов.

Доктор Крис Эванс, самый известный в Великобритании серийный предприниматель, работающий в сфере биотехнологий, также привлек внимание венчурных капиталистов. Для финансирования своего первого начинания — компании Enzymatix в 1987 г. — ученому пришлось обратиться к фирме British Sugar. А в начале 1994 г. после получения финансовой поддержки от 3i он вывел свою компанию, специализирующуюся на исследованиях в области фармакологии (и позднее слившуюся с Celltech), на фондовый рынок.

В более широком контексте европейский успех был все же незначительным. Только в 1998 г., когда компания Computacenter вышла на Лондонскую фондовую биржу с капитализацией в 1 млрд фунтов, был преодолен пресловутый барьер в «1 млрд» для начинающих компаний, финансируемых венчурным капиталом. Этой инвестиции компании Арах пришлось дожидаться 13 лет (первая инвестиция состоялась в 1985 г.).

Одним из самых важных изменений середины 1990-х годов было появление в Европе рынка акций растущих компаний. Некоторые европейские компании попали в индекс NASDAQ (например, Business Objects в 1994 г.), и это само по себе стало важным стимулом для французского сообщества венчурных капиталистов. В то же время, возникало реальное ощущение того, что европейцы проигрывают. Летом 1996 г. биотехнологическая компания Qiagen, финансируемая TVM, стала первой германской фирмой, попавшей в листинг NASDAQ. Это вызвало стенания Карстена Клоссена, главы наблюдательного совета компании, который назвал «грустным опытом» шаг компании «через океан»: «Там, где много света, там много и тени» (*Financial Times*, 1996).



В 1995 г. в Лондоне начал свою работу Альтернативный инвестиционный рынок, который заменил USM. Общеевропейская инициатива ESDAQ\* была реализована в конце 1996 г. Все началось с компании Dr Solomon's, которая занималась разработкой антивирусного программного обеспечения, финансировалась Арах и стала первой зарегистрированной компанией. Затем, по горячим следам последовало открытие в 1997 г. Neuer Markt, немецкого биржевого рынка для растущих компаний. Вероятно, одним из самых удивительных аспектов европейского бума был путь, проделанный немцами, — от самых настоящих проявлений культуры в работе с собственным капиталом, приватизации компании Deutsche Telecom, начавшейся в 1996 г. и державшей в напряжении Neuer Markt, и до коллапса биржи в условиях обвинений в мошенничестве, скандалов и взаимных обвинений пятью годами позже.

Другим значимым фактором стало более благожелательное отношение к венчурному капиталу со стороны Европейской комиссии и некоторых европейских правительств, которые признали его важность в деле создания рабочих мест и, следовательно, в деле стимулирования экономического роста. Европейский инвестиционный фонд (European Investment Fund), который базируется в Люксембурге и инвестирует в венчурные фирмы, а не в отдельные компании, к настоящему времени вложил более 1,8 млрд фунтов примерно в 140 венчурных фирм. В Великобритании успешные правительства консерваторов стали инициаторами различных проектов, одним из которых стал зарегистрированный на бирже фонд Venture Capital Trust, он предоставляет «налоговые убежища» лицам, инвестирующим в портфели некотирующихся компаний. Однако, как это ни иронично звучит, именно правительство лейбористов, находящееся у власти с 1997 г., предприняло ряд мер, включая более благоприятный налоговый режим в отношении прироста капитала, по сравнению с существующим в США. Это стало одной из самых значимых перемен с конца 1970-х годов, когда предельная ставка подоходного налога в Великобритании была равна 98%. Как сказал один крупный правительственный чиновник, венчурная тематика в политических решениях британского правительства раздута сверх меры. «Возникает ощущение, что венчурная отрасль обладает позициями в Министерстве торговли и промышленности (Department of Trade and Industry — DTI) и Казначействе. Упоминания о венчурном капитале можно найти в любом законодательном акте».

\* Система автоматических котировок Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (European Association of Securities Dealers Automated Quotations system — ESDAQ) — электронная система торговли акциями на внебиржевом рынке в Европе (по аналогии с NASDAQ); создана 30 сентября 1996 г. — *Прим. ред.*

Хотя неустойчивая налоговая политика немецкого правительства и стала препятствием для развития венчурной отрасли, щедрые программы субсидирования конца 1990-х годов (включая TVG и KfW) послужили мощным стимулом для венчурного капитала. Кроме того, они привели к появлению чрезмерного количества нежизнеспособных компаний в некоторых секторах, особенно в сфере биотехнологии. На каждый миллион евро, инвестированный венчурным капиталистом, компании могли привлечь еще один миллион благодаря федеральным программам и, возможно, еще один миллион — из региональных источников. Кроме того, венчурная фирма получала государственные гарантии на половину своих инвестиций. Среди самых проницательных работников данной системы были Фальк Штрашер и Герд Кёлер из мюнхенской венчурной фирмы Technologieholding, позднее проданной фирме 3i. Они добились самых больших в Европе доходов, полученных благодаря венчурному капиталу, за период с середины до конца 1990-х годов.

Однако, хотя американская «золотая лихорадка» в сфере Интернета после первоначального публичного предложения компании Netscape была в полном разгаре, движение европейцев к американским масштабам было чересчур медленным. Майкл Джексон из Elderstreet рассказывает, как в начале 1999 г. он полетел на Западное побережье в поисках крупного инвестора, который сделал бы первый вклад в новый фонд. Пелена спала с его глаз: «Я считал Sage успешным проектом. Рыночная капитализация компании составила 1–2 млрд фунтов стерлингов. Они посмотрели на меня слегка извиняющимся взглядом. Мы еще не начали осознавать реальные масштабы и динамику бизнеса».

## В эпоху бума

Одним из самых поразительных аспектов европейской «интернет-мании» была ее скоротечность. «Доткомовское лето»\* (dotcom summer) было отмечено появлением убыточной начинающей компании Freeserve на Лондонской фондовой бирже. Это произошло через три года после предостережения Алана Гринспена об «иррациональном процветании». Не позднее чем через шесть месяцев наступил крах Netscape, и это сигнализировало о том, что «мыльный пузырь» интернет-компаний лопнул по обеим сторонам Атлантики (хотя не успел пройти год, как раздулся еще один «мыльный пузырь», связанный с гораздо более крупными инвестициями в сфере техно-

\* Период бума интернет-компаний. — Прим. ред.

логий и телекоммуникаций). Все это означало, что европейские венчурные фирмы, в отличие от своих американских коллег, имели гораздо меньше шансов произвести череду бессмысленных инвестиций. Однако и «окно», позволяющее инвесторам превратить вложения в деньги посредством публичного рынка, захлопнулось гораздо быстрее.

Первыми венчурными инвесторами в Европе, как правило, были не очень хорошо известные фирмы. Среди первопроходцев оказались два бывших консультанта из McKinsey, которые в 1997 г. основали в Милане Net Partners — один из наименее развитых на сегодняшний день рынков венчурного капитала в Европе. На привлечение 5 млн евро им потребовалось девять месяцев. Один из основателей, Фаусто Бони, вспоминает попытки объяснить за обеденным столиком друзьям, что же, собственно, они делают: «Уверен, после нашего ухода все крутили пальцами у виска». Однако компания Net Partners сделала деньги на своем раннем приходе — ее первые инвестиции были произведены в компании Selftrade и QXL.

Тем временем Томас Хой, прямой наследник семьи норвежских судовладельцев, получивший образование в области искусств и средств массовой информации, в бытность студентом Гарварда предпринял инвестиции в Интернет и учредил трансатлантическую фирму Arts Alliance. Первыми инвестициями оказались Firefly (в США) и Lastminute (в Великобритании): «Некоторое время мы были героями в масштабах планеты, поскольку мы сделали ставку на модель “бизнес — клиент” (business-to-consumer — B2C) уже на раннем этапе ее распространения». Задолго до этого его деятельность привлекла внимание нескольких выдающихся европейских фирм. Тогда пять партнеров из одного агентства попросили о встрече: «Мы должны сделать что-то вместе», — сказали они. Его интерпретация этих слов была такова: «Мы хотим научиться у вас всему, чтобы суметь сокрушить вас».

Между тем в число регионов, включившихся в «игру» первыми, вошла Швеция. Это было связано с ранним проникновением качественного Интернета в среду с технологически грамотным населением. Один из первых европейских «инкубаторов», Cell Ventures, начал производить инвестиции в середине 1997 г. Стокгольм, который ранее не имел никакой инфраструктуры венчурного капитала (если не считать нескольких «бизнес-ангельских структур»), неожиданно заполнился венчурными фирмами, которые едва ли были моложе тех начинающих компаний. В течение 1999–2000 гг. Шведская ассоциация венчурного капитала (Swedish Venture Capital Association) приобретала одного нового члена в неделю, и в какой-то момент насчитывала по меньшей мере 150 членов.

В Великобритании инвестиции в интернет-компании не набрали должных темпов до 1999 г. Во Франции задержка длилась еще дольше — до лета 1999 г., когда состоялось первоначальное публичное предложение интернет-портала Artprice, специализирующегося на торговле предметами искусства. Финансировал его Бернар Арно, выдающийся французский бизнесмен, стоящий за созданием LVMH и Groupe Arnault и собравший средства для фонда Europatweb в размере 500 млн евро для инвестирования в сфере Интернета. Один французский венчурный капиталист заметил: «Поскольку французы уважают крупные компании, участие Арно в подобном предприятии привлекло внимание людей».

В течение недолгого существования «окна» — до наступления рыночного коллапса — прошла череда «мини-пузырей», сменявшихся с комической быстротой. Хватило нескольких недель, чтобы на смену модели «бизнес — клиент» (B2C) пришла модель «бизнес — бизнесу» (B2B) — лишь для того, чтобы уступить место моде на поставки онлайн-приложений (application service providers — ASP). Превосходное владение венчурными капиталистами искусством ревизионизма позволило им объяснить инвесторам подавляющие преимущества модели B2B и «выявить» фатальные недостатки модели B2C, которую они с восторгом поддерживали еще несколько недель назад.

Капитал предоставлялся почти бесплатно не только компаниям. Потенциальным венчурным капиталистам он также был доступен в объемах, кажущихся почти неограниченными. Крошечная до сих пор отрасль притягивала «таланты» отовсюду, и особенно (но не только) из инвестиционных банков и фирм, оказывающих консалтинговые услуги в области менеджмента. Обаятельный француз Жан-Бернар Телльо позднее стал первым (кратковременным) управляющим партнером европейского фонда в размере 730 млн евро, организованного вашингтонской фирмой Carlyle. В мир Интернета его ввел Бернар Арно, для которого он ранее скупал предметы искусства. Впоследствии именно Арно поручил ему управление инвестициями в сфере Интернета по другую сторону Атлантики. Каждого, кто обладал хотя бы небольшим опытом в соответствующей области, носили на руках. Так, Саймон Мэрдок (который продал свою начинающую интернет-компанию Bookpages компании Amazon) и Ричард Тата (серийный предприниматель) просто-напросто позвонили в Chase Capital Partners, одну из крупнейших компаний прямого частного инвестирования, а также в отделение одного крупного американского банка и попросили денег. Опираясь на свой опыт работы в Интернете, эта пара сумела несколько ускорить сбор средств, когда компания Chase согласилась организовать объединенное венчурное предприятие, используя 100 млн

евро собственных денежных средств компании. Венчурное предприятие называлось Chase Episode 1 в честь фильма «Звездные войны», в котором Тата сыграл в массовке.

Венчурные капиталисты были не просто богаты. Они внезапно стали знаменитостями. Вик Моррис, в свое время работавший на компанию Atlas, новый для венчурного капитала предпринимательский бренд в период бума, вспоминает: «Вы приходили на Первый вторник [сетевое собрание, традиция которого была заложена на одной дружеской вечеринке в баре Сохо в конце 1998 г.] и чувствовали себя кинозвездой. Оглядываясь назад, спрашиваешь себя, как же мы оказались вовлеченными в это? Однако “мы” оказались-таки». Фирмы, занимающиеся выкупами с использованием заемных средств, неожиданно отбросили в сторону испытанные принципы инвестирования и ввязались в игру. Инвестиционные банки, которых «доткомовские» миллионеры сбросили с пьедестала хозяев Вселенной, также отчаянно желали принять участие в деле. Как сказал мне тогда один венчурный капиталист: «Их доводит до сумасшествия тот факт, что теперь есть еще одна высшая раса, раса людей, которые, возможно, одновременно с ними учились в Гарварде несколькими курсами младше, и эти люди не носят галстуки, получают удовольствие от работы и зарабатывают гораздо больше денег, чем они» (*Financial Times*, 2000). Так, фирма Goldman Sachs в течение 2000 г. предполагала инвестировать около 600 млн долл. в европейские технологические компании, что сделало бы ее одним из самых активных инвесторов на ранней стадии. В итоге темпы роста оказались довольно скромными, и теперь неясно, как фирма предполагает реализовывать свою цель.

Пионеры венчурного капитала рассматривали ситуацию как свой звездный час. Как и все остальные партнеры, Герри Монтанус из компании Atlas в 1999–2000 гг. просто «жил» в офисе. «Однако я ждал этого 16 лет [с момента прихода Atlas в середине 1980-х годов в Нидерланды]. Это привело к неожиданным изменениям потенциала отрасли в Европе». Трансатлантическая фирма отслеживала модели бизнеса, жизнеспособность которых была «проверена» в США. Оглядываясь назад, можно заметить, что единственным доказательством их жизнеспособности была готовность финансовых рынков «проглотить» первоначальное предложение их акций. Тем не менее фирма «ринулась» в бой. В результате она завоевала незавидную репутацию одного из самых фанатичных инвесторов в сфере Интернета. Фирма, начинавшая как отделение одного датского банка, расширила сферу своей деятельности до масштабов всей Европы, однако несколько запоздало открыла свой офис в Лондоне. Организация страстно стремилась к экспансии и добивались своих целей весьма агрессивно, основав за восемь дней осенью

1999 г. Clickmango, структуру, занимающуюся распространением товаров для здоровья через Интернет. «Впечатление, что мы в больших масштабах занимаемся электронной коммерцией, ошибочно, — заявил Монтанус. — Это было преобладающим впечатлением от нашей деятельности, и, честно говоря, мы сами поощряли создание подобного образа. Это нанесло нам вред. Мы не слишком умно преподносили свои успехи». (Среди этих успехов — продажа компании Element 14, кембриджского производителя микросхем, в свое время отколовшегося от компании Acorn, американской компании Broadcom за 594 млн долл.)

Это был рынок продавцов, и предприниматели в значительной мере могли диктовать свои условия. «Уже по окончании первой встречи люди просили у вас перечень условий (письмо о намерениях совершить сделку)», — говорит Пьер Морен из GRP. Когда светские львицы, Тринни Вудолл и Сьюзан Константин приступили к финансированию интернет-портала Ready2, занимающегося консультированием покупателей, в наличии имелись — как выразился брат Тринни, Марк, — только «бизнес-план и две хорошенькие девушки». В качестве крайнего срока для закрытия сайта была выбрана свадьба Тринни. В результате промежутки между первой встречей и закрытием растянулись до шести месяцев — таким образом, выбор времени для завершения проекта стал менее зависимым от перемен в личной жизни.

Взлетевшие оценки вышли из-под контроля, хотя это не означало, что все были довольны. Опытный банкир Эндрю Хокинз, работавший тогда в West LB, встретился на конференции, проходившей в Сан-Франциско, с Энн Уинблад из венчурной фирмы Hummer Winblad, расположенной в Кремниевой долине. В то время весьма активно развивался портал Pets.com, одна из портфельных инвестиций этой фирмы. «Почему бы мне не открыть Pets.com в Англии и не продать его вам? Тогда мы с вами сможем заработать неплохие деньги», — сказал Хокинз ей, полушутя. Ей понравилась эта идея. Хокинз возвратился в Англию и вместе со школьным другом Ником Барнардом организовал компанию, а точнее веб-сайт, под названием “Petspark”. Через шесть месяцев он вернулся назад: «Ну, я сделал это. Вы купите мой сайт?» К его большому разочарованию, она посоветовала ему обратиться к руководству Pets.com с идеей инвестировать больше денег в портал, посвященный домашним животным. С явной неохотой он отправился в их офис. Да, они готовы вложить 5 млн долл., а также еще 3 млн в форме технологии для формирования базы данных — с целью создания «глобального партнерства». Единственной проблемой была оценка. Они настаивали на 22 млн долл. за компанию [оценка предварительной стоимости (pre-money valuation), т. е. оценка до получения новых денежных

средств]. Он позвонил Барнарду. «Ник, мне очень жаль. Это все, что я могу сделать». Хокинз был, как он признает сам, «действительно разочарован и рассержен». Девятью месяцами ранее эта пара инвестировала 30 тыс. фунтов стерлингов, а теперь им предлагали какие-то 22 млн долл. за «функционирующий веб-сайт, обладающий всеми преимуществами первопроходца в Великобритании и, уж конечно, неограниченным потенциалом для получения прибыли».

Стоимость бизнес-планов оценивалась на основе 50–100-кратного объема продаж следующего года, но, если венчурные инвесторы не хотели предлагать еще более выгодные условия, то обнаруживали, что первый раунд завершился и они остались вне игры. На самом деле, они бы сделали почти все, чтобы принять участие в предполагаемой «горячей» сделке. Марк Састер собирал деньги для строительного интернет-портала BuildOnline, работающего на основе модели «бизнес — бизнесу» (B2B). Один из перспективных инвесторов сайта являлся, кроме того, инвестором одной из команд «Формулы-1». Эдди Джордан был в достаточной мере заинтригован, чтобы позвонить основателю BuildOnline и предложить варианты рекламы, которую сайт мог бы получить на соревнованиях. Когда это произошло, ни он, ни опытный калифорниец Састер, обычно серьезно интересующийся текущими делами, не имели ни малейшего интереса к спорту. По словам Састера, он бы едва ли удивился, если бы даже на другом конце провода оказался «Генри Киссинджер или кто-либо подобный». Одно германское финансовое учреждение, страстно желающее принять участие в сделке, повело себя более прямолинейно и предложило Састеру и основателю предприятия по одному миллиону долларов каждому за разрешение войти с ними в долю. Это предложение пара без колебаний отвергла.

*Звездно ликуя, смертельно скорбя\**

Гете

Одной из самых примечательных особенностей разыгравшейся мании была энергия, с которой крупнейшая в Европе, но до сих пор осторожно относившаяся к бизнесу в сфере собственного капитала, экономика приняла венчурный капитал. Якобы негибкие и не любящие риска немцы, казалось, отбросили в сторону все лишние подозрения относительно акций, предпринимателей и зарабатывания денег и ринулись сломя голову в дело, которое еще не так давно считали бы странной англосаксонской практикой. Кардинальное, хотя и непродолжительное влияние оказала биржа

\* Zum Himmel jauchzend, zu Tode getru..bt (нем.).

Neuer Markt, на которой менее чем за четыре года было зарегистрировано около 350 компаний. В какой-то момент в одном Мюнхене было зарегистрировано 120 венчурных компаний, что привело к непропорциональному, до смешного, соотношению между венчурными капиталистами и предпринимателями. «У вас есть значительное по размерам, но совершенно неопытное сообщество венчурных капиталистов и небольшое число предпринимателей. Обычно считается, что все должно быть наоборот», — сказал один «ангел бизнеса». При этом он заметил, что в Германии производство «мальчуковых команд и начинающих предприятий» превышает среднеевропейский уровень. Он имел в виду интернет-компании, которые учреждались выпускниками бизнес-школ, подражающими своим американским ровесникам. Все блуждали в потемках, команды менеджеров учились на деньги венчурных капиталистов, а венчурные капиталисты — на деньги инвесторов (и нельзя сказать, чтобы им хватило времени, чтобы узнать так уж много).

Лучший инвестиционный проект за этот период был реализован двумя основателями Technologieholding. Угадав желание англосаксонских инвесторов утвердиться на «раскаленном докрасна» рынке, они продали свою компанию в феврале 2001 г. фирме 3i по цене 333 млн немецких марок (103 млн фунтов стерлингов). Это было сделано за месяц до краха на бирже NASDAQ. Через 18 месяцев 3i, отягощенная своим портфелем технологических компаний, потеряла 17% персонала, включая значительную долю высших руководителей Technologieholding.

## Инкубаторы

Если бы это было возможно, личности, стоящие за европейской шумихой вокруг инкубаторов, прослыли бы еще более некомпетентными людьми, чем венчурные капиталисты, которых они грозились в скором времени вытеснить из бизнеса. Только в Великобритании во второй половине 1999 г. было создано 100 подобных структур, предлагающих интернет-компаниям широкий набор услуг, по большей части сомнительного качества, и зачастую — в обмен на щедрую долю в собственном капитале. Многие привлекали деньги посредством публичных рынков, в чем им помогали раздутые оценки, полученные европейскими аналогами американских фирм CMGI и Internet Capital Group. Инкубаторы, прозванные позже за скорость, с которой они сжигали деньги, «крематориями», сначала вполне успешно заставляли публику расставаться со своими средствами. Фирма Antfactory, привлекавшая средства из частных источников, выстояла не



только благодаря своему курьезному имени, но и постольку, поскольку была, по преимуществу, «машиной» по сбору средств. Нашпигованная банкирами из инвестиционных банков, «прозябающими» на зарплату «всего лишь» 100 тыс. фунтов в год, фирма меняла модель своего бизнеса бесчисленное количество раз (при этом она отрицала, что ей когда-либо приходилось быть интернет-инкубатором). Ей удалось привлечь 190 млн долл., в значительной мере — со стороны венчурных капиталистов. Каждый раз, когда я разговаривала с генеральным директором Харпалом Рандавой, он весьма туманно описывал подробную структуру портфеля, однако был весьма конкретен, рассказывая о состоянии очередного раунда сбора средств.

Другим примером успешного инкубатора можно назвать компанию iworld, обосновавшуюся, как это ни странно, на Мальте. В июле 2000 г. Deutsche Bank, Nikari Sushin и другие заплатили 37 млн долл. за долю, немалого превышающую 10%. Идея инкубаторов была не так уж глупа: начинающие компании нуждаются в помощи, поскольку работают в среде, где каждый устремлен на рынок, а венчурные капиталисты, поглощенные поиском новых сделок, не расположены помогать своим портфельным компаниям. Однако модель, предполагавшая значительные затраты труда и ресурсов, а также быстрый выход для покрытия накладных расходов, была порочна в своей основе.

Кроме того, лишь немногие из «доткомовцев» были страстными предпринимателями. Они организовали сайты, посвященные садоводству, не имея о нем ни малейшего представления, создавали интернет-аптеки, обладая лишь зачаточной информацией о существующих правилах, которые делали их операции незаконными. И, что еще более важно, они ничего не знали о таких необходимых для настоящих предпринимателей качествах, как настойчивость и хватка. Казалось, что основная их цель состояла в накоплении к 30 годам достаточной суммы денег, чтобы понять, как по-настоящему распорядиться собственной жизнью.

К весне 2000 г. понятие «интернет-компания» стало бранным, однако каждый надеялся, что мартовская и апрельская «коррекция» NASDAQ должны спасти ситуацию. Люди тешили себя иллюзиями, что фондовые рынки продолжают финансировать «реальные технологические компании». Телекоммуникационные компании зашатались вслед за оцениваемым в 203 млрд долл. враждебным поглощением компанией Vodafone Airtouch немецкой компании Mannesmann в конце 1999 г. Молодым фирмам, финансируемым венчурным капиталом, таким как Bookham Technology, TeleCity и Orchestream, пока еще удавалось попадать в биржевые листинги.

Однако уже в то время британский министр финансов Гордон Браун обратился к услугам специалистов по теории игр. Они должны были помочь ему продать лицензии цифровой мобильной связи третьего поколения (3G) английским телекоммуникационным операторам за 22 млрд фунтов (в Европе на билеты цифровой мобильной связи третьего поколения, которые через два года стали почти бесполезными, было затрачено более 100 млрд евро).

Настроения в среде венчурных капиталистов и в более широких предпринимательских кругах оставались обманчиво бодрыми. Возьмем, например, Барселону в мае 2000 г. — издательская группа Industry Standard, основанная в Сан-Франциско в 1998 г. и выпускающая технологический журнал, развила в ту пору бурную деятельность. Она организовала свою первую европейскую конференцию, на которой присутствовал весь цвет венчурного сообщества. В действительности же обстановка была очень нервной, поскольку только что потерпела крах группа Воо, унеся с собой вложенные в нее 135 млн долл. В разгар этих «гуляний» успело покинуть сей мир и другое выдающееся начинание — Net Imperative. Тем не менее, действие было в полном разгаре, и его почетными гостями стали представители компании Benchmark. Партнеры из Кремниевой долины в костюмах-двойках в полном составе обосновались на верхних этажах гостиницы Arts, готовясь объявить о том, что совместными усилиями они собрали 750 млн долл. для инвестирования в европейские компании. Толпа этих необыкновенно высоких людей напомнила одному участнику конференции «сцены из фильма “Бешеные псы” (*Reservoir Dogs*)». Их первой инвестицией стал букмекерский интернет-портал Flutter.com, второй этап финансирования которого тогда только что завершился, принося 33 млн долл. Компания, которая едва запустила свой веб-сайт, была оценена в 170 млн долл.

«Новая экономика», где только можно, чувствовала себя превосходно и процветала. В самом деле, формировалось новое поколение венчурных компаний. По крайней мере, так считалось в то время. Ведущие организации, работающие в области венчурного капитала, выкупов с использованием заемного капитала и консультирования в области менеджмента (а также один инвестиционный банк), начали призывать своих клиентов к взятию новой вершины, а именно: к интеграции бизнеса в режиме «онлайн» с бизнесом вне Интернета. Компания Accel объединила свои усилия с легендарным агентством по выкупам, KKR, что привело к созданию такой организации, как Accel-KKR. Boston Consulting Group, General Atlantic Partners и Goldman Sachs учредили iFormation. А компаниями Kleriner Perkins, Bain и Texas Pacific Group была организована такая структура, как eVolution.

Масштабная идея состояла в организации «выделений»\* (carve-outs) — на основе активов крупных стабильных глобальных компаний, с использованием находчивости венчурных капиталистов в сфере создания венчурных предприятий, опыта финансового инжиниринга, имеющегося у специалистов по выкупам, и стратегических умений консультантов. История создания eVolution весьма показательна для своего времени. Два консультанта компании Bain — Стэн Миранда и Фриц Сейковски — с наглостью, характерной для «бычьего рынка», решили организовать «Европейскую версию Kleiner Perkins», а точнее выдающийся венчурный фонд. Они были консультантами в области выкупов, а не венчурного капитала, однако, кого это должно волновать? Казалось неправильным, что в Европе нет своего аналога Kleiner Perkins, и они начали работать над реализацией этой идеи посредством Bainlab, инкубатора Bain, «который казался дееспособным». «Оглядываясь назад, — говорит Миранда теперь, — осознаешь, что на создание венчурной фирмы требуются годы. Сегодня в такой ситуации следует обратиться к компании, которая наиболее близко подошла к этому уровню».

Итак, эти двое приступили к формированию фонда и получили согласие одной крупной европейской компании прямого инвестирования на предоставление 50 млн долл. Однако генеральный директор Bain решил переговорить с крупнейшими клиентами компании об их отношении к проекту. В числе других собеседников был и Дэвид Бондерман, один из основателей Texas Pacific Group, крупной компании в области прямого финансирования. Бондерман только что предпринял инвестицию в Internet Capital Group, так что он с энтузиазмом относился ко всему, что было связано с Интернетом. «Забудьте о Европе, — сказал он, — давайте организуем глобальный проект». Миранда рассказывает: «Нам нужен был венчурный капиталист, так что мы провели “конкурс красоты”. Компания Kleiner в этом конкурсе практически не участвовала. Они были самыми сдержанными. Однако мы подготовили небольшие демонстрационные таблицы — такие, как делают консультанты, — и сопоставили четыре различных варианта. И Kleiner победила».

Встреча была назначена в офисе Kleiner Perkins на Сэнд-Хилл Роуд — венчурную компанию представляли Джон Доуэрр и вся команда Kleiner. На другой стороне за столом переговоров расположились сторонники проекта, среди которых были главный исполнительный директор компании Bain и Дэвид Бондерман: «Никто не знал, о чем они думают. Неожиданно Доуэрр

---

\* Выделение — процесс, при котором материнская компания проводит размещение акций дочерней компании на публичном рынке. — *Прим. пер.*

произнес: “Это прекрасная, грандиозная, идея”. Однако бизнес больше не принадлежал Миранде и Сейковски. «Он, — сказала Миранда, — был абсолютно вне контроля». Развитие проекта eVolution затормозилось через год — после трех инвестиционных вливаний. И это дает повод заключить, что создание дочерних компаний крупных корпораций, которые занимаются электронным бизнесом, не всегда оказывается столь уж прекрасной и грандиозной идеей.

Одним из первых игроков, ушедших со сцены, был Арно, который содействовал первоначальному публичному предложению интернет-холдинга Euroatweb в июне 2000 г. Сайт Boo, в который Арно инвестировал 10 млн долл., потерпел банкротство в предыдущем месяце, и рынки начали с подозрением относиться к инкубаторам, поскольку именно с ними ассоциировалась теперь группа Euroatweb. Холдинг Euroatweb, один из крупнейших фондов, нацеленных на инвестиции в Интернет, был плодом деятельности Арно, которому тот уделял много времени в период его зарождения, что часто вызывало недовольство руководителей компании LVMH, ощущавшей недостаток его внимания. Он добросовестно посещал пятничные еженедельные собрания Euroatweb, на которых часто присутствовала вся команда растущей «глобальной империи». Он проявлял интерес к самым незначительным текущим вопросам, связанным с портфелем, а также к инвестиционным перспективам. Его интересовал даже основной цвет рекламной компании банка Zebank, амбициозного проекта финансового портала для мелких клиентов. И его всегда можно было найти. «Любой из нас мог позвонить ему, и он бы сразу ответил по телефону», — рассказывал один из бывших сотрудников. Однако в одну из пятниц в тот сентябрь Арно на собрании не появился. «Было очевидно, что больше он не придет», — сказал другой бывший работник Euroatweb. Империи Арно не был свойственен интерес к долгосрочным проектам. Ей было необходимо получать деньги со своих инвестиций, и, когда возможности отступления посредством первоначальных публичных предложений иссякли, модель перестала работать. Арно, некогда столь увлеченный этим предприятием, принял одно из тех жестких, лишенных сантиментов решений, которыми он так прославился, — и вышел из дела.

## «Мыльный пузырь» лопнул

А ведь раньше это казалось безошибочной ставкой. «Как в условиях низкой инфляции и быстрых перемен в сфере технологий определить, какой портфель является более рискованным: технологический или нетехнологи-

ческий?» — задавал риторический вопрос Брайан Ларкомб в конце 1999 г. (*Financial Times*, 2 December). Мeнee чeм чeрeз двa гoдa пocлe кpупных пoтeрь в тeхнoлoгичeском пoртфeлe кoмпaнии 3i пpишлoсь избaвитьcя oт 17% cвoeгo пepcoнaлa, и этo cтaлo пepвым мaccoвым увoльнeниeм бoлee чeм зa дecятилeтний пepиoд.

## Отступление рок-звезд

Некоторые венчурные капиталисты прекратили инвестирование, когда появились первые признаки кризиса NASDAQ. Фирма Elderstreet, пресытившаяся денежными поступлениями в период с октября 1999 г. по март 2000 г., объявила о приостановке своей инвестиционной деятельности, возобновив ее вновь лишь в 2001 г. Майкл Джексон заявил: «Мы смотрели на наши портфели и восклицали: “О, Боже! Неужели это сделали мы?”» Позднее в том же году осторожный Джексон отказался от покупки управляющей компании (принадлежащей трем лицам) у Dresdner Kleinwort Benson более чем за 10 млн фунтов. Однако большинство не хотело смотреть в лицо реальности, и 2000 год стал рекордным по объему произведенных в Европе инвестиций, подогретых шумихой вокруг обеспечения доступа в Интернет с мобильных телефонов и якобы «реальных» технологий, таких как оптические сети. Даже к концу 2000 г. обоснование оценок было лишено хоть сколько-нибудь разумной основы. Один наблюдатель рассказывал: «Инвестиционные банкиры ратовали за сокращение цены IPO, “поскольку существовало реальное ощущение того, что 10-кратный объем продаж будущего года представляет реальную оценку стоимости, а 15-кратный — нет”. Когда оценка равна 50-кратному объему продаж текущего года, вам следовало бы подумать: на каком основании сделано это заключение?»

Пока NASDAQ продолжал свое падение, неприятности, связанные с интернет-компаниями, накапливались. Наступила эра понижения оценок (т. е. в каждом последующем раунде финансирование происходило на основании более низких оценок, чем в предыдущем, а это приводит к болезненному снижению доли, полагающейся менеджерам и первым инвесторам). Когда средства более не являются бесплатными, раздутые начинающие компании начинают сокращать издержки и производить увольнения, а венчурные капиталисты, позаимствовав термин, не известный за пределами реанимационных палат американских больниц\*,

\* Установление очередности оказания помощи раненым или пострадавшим, чтобы максимально увеличить число выживающих. — *Прим. ред.*

проводят «сортировку» («triage») своих портфелей и решают, каким компаниям суждено выжить, а каким — погибнуть. В конце 2000 г. игры с IPO закончились, и перспективным кандидатам на размещение акций, таким как компания Mediasurface, которая занимается разработкой программного обеспечения для управления контентом, пришлось пережить отмену первоначального предложения своих акций. Подобные фирмы были «приговорены» к болезненным раундам «выдавливания» (sram-down rounds) венчурных капиталистов, которые первоначально финансировали проект.

## Изобилие — один раз в сто лет

Долгое время спад ограничивался финансовыми рынками, мало касаясь экономики в целом. Джон Чемберс, генеральный директор Cisco Systems, гиганта в области производства сетевого оборудования, весной 2001 г. внес коррективы в подобное представление. В весьма мрачных тонах он говорил о безудержном падении затрат на информационные технологии. «Несложно показать, — заявил он, — что изобилие может случиться только один раз в сто лет». Воспоминания о крахе «пузыря» интернет-компаний были еще свежи, однако сокращение затрат на информационные технологии и коллапс в области телекоммуникаций должны были оказать куда большее воздействие на реальную экономику и стабильность финансового рынка. Через 18 месяцев после марта 2000 г. стоимость телекоммуникационных операторов на фондовом рынке упала на 3800 млрд долл. с пикового уровня в 6300 млрд долл. Можно сравнить эту величину с потерями азиатских фондовых рынков в течение финансового кризиса конца 1990-х годов, которые составили 830 млрд долл. (*Financial Times*, 2001).

Венчурные капиталисты медленно, но верно уходили «в подполье», причем некоторые из них накладывали вето на новые инвестиции с поспешностью, вполне соответствующей завышенным масштабам их обязательств. Европа никогда не переживала ничего подобного крайностям США, однако отрасль к тому времени еще не успела встать на ноги, а многие ее деятели были еще менее «оперившимися». Европейцам потребовалось куда больше времени, чтобы осознать, что «вечеринка» в самом деле закончилась, и инвестиции, произведенные в первые две трети 2001 г., были основаны на нереалистичных оценках.

Венчурные капиталисты, конечно, вправе утверждать, что отсутствие инвестиций с их стороны было связано с тем, что предприниматели не «от-

корректировали» свои ожидания по поводу оценок, однако истина состояла в том, что многие из них были просто-напросто напуганы и принялись за спасение существующих портфелей. «Конвейер», казавшийся столь налаженным, «пошел вразнос», а агентства не уставали твердить, что инвестиции в интернет-компании составляют лишь «незначительную часть» их портфелей. Со всей настойчивостью, на которую они были способны, они втолковывали каждому, готовому слушать, что все просто-напросто «возвращается к нормальному состоянию», т. е. к здравомыслию периода, когда все еще не впали в коллективное помешательство. Если кто-то и верил в это некоторое время, остатки веры испарились после трагических событий 11 сентября 2001 г. Падение доверия шло скачками. Сначала произошел обвал оценок на публичных рынках, затем пришло осознание масштабов резкого снижения затрат на информационные технологии и телекоммуникации, и, наконец, произошла трагедия 11 сентября. Сразу после этого последовала череда скандалов вокруг мошенничества в американских корпорациях (вспомним дело компании Enron), что еще больше подорвало веру в корпоративную Америку.

Вытеснение с рынка венчурных фирм является значительно более длительным и тягостным процессом, чем разорение компаний, которые они финансируют. Даже если портфели в своей значительной части уже оказываются «затопленными», обратив в прах деньги инвесторов, венчурные фирмы все же могут сводить концы с концами благодаря вознаграждению за управление текущими фондами. Это может продолжаться довольно долго, однако рано или поздно этим фирмам придется столкнуться с реальностью и принять тот факт, что институциональные инвесторы никогда больше не доверят им свои деньги. Для публично торгуемой венчурной компании конец наступает гораздо быстрее. Именно с этим печальным фактом пришлось столкнуться инкубаторам и отдельным венчурным фирмам, котирующимся на публичном рынке, таким как компания 2M из Дании. Многие американские фирмы, которые ринулись в Европу, уверенные в своем превосходстве над европейцами в сфере венчурного капитала, также быстро убрались восвояси, включая такие фирмы, как Whitney, Bowman, Geocapital и Draper Fisher Jurvetson (DFJ).

История DFJ показывает, как часто стратегии интернационализации оказываются недостаточно тщательно продуманными. DFJ является известным предприятием из Кремниевой долины, которое чересчур буквально восприняло тот факт, что венчурный капитал — франчайзинговый бизнес. Утвердив мощь своего бренда, фирма принялась активно одалживать свое название американским франчайзинговым фондам. Когда в DFJ заявили два лица, организовавших в Швейцарии невразумительное предприятие

под названием ePlanet, фирма согласилась создать совместное предприятие, предназначенное к выходу на международный уровень. Так появилась на свет такая структура, как DFJ ePlanet, которая, как утверждалось, должна была производить инвестиции по всему миру на основе фонда размером в 690 млн долл.

Вскоре после этого Джон Фишер, основатель DFJ, прибыл в Лондон, чтобы помочь в создании компании. Однако его пребывание было относительно кратким, и к концу 2001 г. он вернулся в город Редвуд, расположенный в Кремниевой долине. Один представитель DFJ позднее назвал визит Фишера «настоящей воскресной прогулкой», пояснив, что Фишер много путешествовал со своей семьей: «Понимаете, в Кремниевой долине два последних года приходилось несладко. Множество людей совсем измоталось. Джон усмотрел возможность развеяться. С самого начала не предполагалось, что поездка будет долгой». Тем временем двое представителей ePlanet продолжали заниматься своими делами, а их интерес к DFJ, по-видимому, ограничивался только названием. К началу 2002 г. компания развалилась после ухода двух партнеров (вслед за уходом двух других). Таким образом, дуэт основателей ePlanet остался в одиночестве в размышлениях над изменением стратегии.

## Что же осталось в результате?

Я помню, как в период «мыльного пузыря» один иностранный корреспондент *Financial Times* (который работает в одной стране, все еще страдающей интернет-манией) жаловался на внимание, уделяемое этой теме. «Наша газета превратилась в *Venture Capital Times*», — ворчал он. Венчурный капитал и предпринимательство больше не являются темой номер один. Правительства также меньше интересуются этим вопросом. Верену Мохаупт, одну из основательниц Ciao.com (сайта, посвященного потребительскому консультированию и пока держащегося на плаву), по справедливости можно назвать молодым привлекательным лицом Германии эпохи интернет-компаний. Кроме того, она является проницательным наблюдателем происходящих событий. В эпоху бума ее регулярно приглашали в Берлин, где она давала консультации канцлеру Германии по поводу барьеров, мешающих развитию предпринимательства в области высоких технологий. Правительство все еще прибегает к ее советам, но теперь уже — по поводу «проблем семьи». Банки и корпорации, «обжегшись на молоке», постепенно отказываются от участия в прямых инвестициях, включая венчурный бизнес. Вероятно, самый отвратительный привкус



«мыльный пузырь» оставил в Германии, где за период между мартом 2000 г. и сентябрем 2001 г. индекс биржи Neuer Markt упал на 94%. В течение 2000 г. на ней состоялись 133 первоначальных публичных предложения, поскольку германские и иностранные биржи были привлечены безумно высокими оценками. Столь сильное завышение оценок не вызывало удивления в условиях недостаточного регулирования, приводивших к многочисленным нарушениям. Например, доходы некоторых компаний почти полностью «обеспечивались» фиктивными клиентами. Широко распространилось пренебрежение даже самыми фундаментальными правилами, такими как соблюдение периода блокировки (lock-up period), в течение которого держатели акций не имеют права на их продажу. Один предприниматель рассказал мне, что максимальный штраф за нарушение периода блокировки составлял 100 тыс. долл., так что он рассматривался как «часть транзакционных издержек». В 2003 г. биржа Neuer Markt была закрыта, и выжившие компании были переведены в один из отделов биржи Deutsche Borse.

И все же Европа получила важные уроки за счет денег инвесторов. Теперь европейцы имеют куда более ясное представление о сути предпринимательства. В большинстве европейских университетов отныне действуют предпринимательские курсы. Развивается инфраструктура, необходимая для построения новых компаний (если говорить о специалистах, обслуживающих данную область, в частности о юристах и бухгалтерях). В таких университетских центрах, как Королевский колледж в Лондоне, Кембриджский и Оксфордский университеты, а также в Мюнхене (посредством Munich Network) проводится серьезная работа по поддержанию возникшего движения. Однако для создания по-настоящему зрелой и развитой отрасли венчурного капитала Европе требуется большой запас жизненных сил, а также изрядная доля твердости и воображения, проявленных пионерами 1970-х и 1980-х годов.

## Библиография

- Campbell, K.** (1999) 'Technology fever starts a gold rush', *Financial Times*, 2 December.
- Campbell, K.** (2000) 'Hatching under a new wing'. *Financial Times*, 18 May.
- Cooney, R. and Clarke, D.** (1995) *3i: Fifty Years Investing in Industry*, Oxford University Press, Inc., New York.
- Dennett, L.** (1979) *The Charterhouse Group 1925-1979: A History*, Gentry Books, London.

**Fisher, A.** (1997) 'Cautiously prodding at a mentality', *Financial Times*, 6 January.

**Fisher, A.** (1996) 'A venture across the pond', *Financial Times*, 24 July.

**Gupta, U.** (ed.) (2000) *Done Deals*, Harvard Business School Press, Boston MA.

**Roberts, D.** (2001) 'Glorious hopes on a trillion dollar scrapheap'. *Financial Times*, 5 September.

## Сравнение с опытом Кремниевой долины

Если я и видел дальше других, то лишь потому, что стоял на плечах гигантов.

Сэр Исаак Ньютон, 1676 г.

Бывают периоды, когда глупцам в руки плывут глупые деньги, а на рынке царят спекулятивные и панические настроения.

Уолтер Баджот

ТОМ ПЕРКИНС, один из основателей компании Kleiner Perkins Caufield & Byers (иногда называемой КР, или Kleiner) и легенда венчурного бизнеса Кремниевой долины, приехал в Лондон, где он был редким гостем. Визит его был связан с началом деятельности европейской венчурной фирмы Favonius Ventures, заполучившей Перкинса в качестве члена своего консультативного совета. Несмотря на «медвежьи настроения» на венчурном рынке, это событие привлекло большую часть сообщества венчурных капиталистов Лондона, жаждущих услышать великого человека. Перкинса, с его привычкой постоянно теревить очки и микрофон, трудно назвать эффективным оратором, и все же аудитория ловила каждое его слово. После его выступления со своего места поднялся один молодой азиатский предприниматель. Его предприятие производило четыре вида продукции. Вопрос состоял в том, как наилучшим образом распределить свое время. «Сосредоточиться на одном из продуктов», — посоветовал Перкинс. «Блестящий совет», — заявил мистер Льстец. «Вовсе нет, — ответил Перкинс слегка раздраженно, — всего лишь здравый смысл». С легкой дрожью в голосе я спросила его, чему европейцы должны научиться у американцев в области венчурного капитала. «Всему», — последовал прямой ответ.

Легендарные личности, подобные Перкинсу, пока сохраняют свое обаяние. И все же европейцы с растущим раздражением относятся к американским венчурным капиталистам, которые на протяжении многих лет считали, что только они знают все ответы на вопросы, связанные с венчурным бизнесом. Именно в этом причины злорадства (*Shadenfreude* — нем.), с которым было встречено опустошение в рядах венчурного сообщества США, последовавшее за процветанием «эпохи мыльного пузыря», когда, согласно *Venture Economics*, за два года (1999 и 2000 гг.) инвестиции составили 161 млрд долл. Да, эта система создает компании, подобные Sun, Oracle, Dell и Cisco, однако циничные европейцы задаются вопросом, а не было ли все здание с самого начала лишь искусно сформированной средой для очковтирательства и торговли призрачными программными продуктами.

Так в чем же американские венчурные капиталисты столь превосходят европейских (если не считать, конечно, гигантских сумм, заработанных ими — лучшие из них заработали по 1 млрд долл. и более (по крайней мере, на бумаге); даже самые никудышные смогли отложить на черный день по 50 млн долл.)? Разгадка содержалась в ответе Перкинса на мой второй вопрос: «В какой момент Kleiner Perkins (KP) становится легендой?» «Мы ломали шаблоны с самого начала, — ответил он твердо. — Мы были деловыми людьми и создавали компании». Подразумевались Genentech и Tandem, два ранних инвестиционных проекта KP. Дело происходило в начале 1970-х годов, на заре появления венчурной отрасли, когда, откровенно говоря, и ломать-то было нечего. Однако Перкинс продолжает настаивать на том, что его главным конкурентом был Артур Рок\*, финансовый аналитик с Уолл-стрит.

Культ «операционного подхода» и противопоставление его «финансовому подходу» является важнейшим элементом представления сообщества Кремниевой долины о себе самом. Они занимаются созданием компаний или, по крайней мере, говорят, что занимаются. Первые шаги Перкинс сделал в фирме Hewlett-Packard (это детище Кремниевой долины начинало свою деятельность в гараже). Там он был первым сотрудником, обладавшим степенью магистра бизнес-администрирования (MBA). Именно он в 1960-е годы организовал и построил компьютерное подразделение этой фирмы. Наставником его был сам Дэвид Паккард, и Перкинс все еще боготворит его.

Тот факт, что Рок был представителем Уолл-стрит, также показателен. Он высвечивает культурные различия между Восточным и Западным по-

---

\* Артур Рок — легендарный американский финансист, который в 1961 г. основал первый венчурный фонд. Именно ему мы обязаны термином «венчурный капитал». — *Прим. пер.*

бережьями, а также неоднородность американской модели. По крайней мере, в прошлом венчурные капиталисты из района залива Сан-Франциско в Северной Калифорнии смотрели свысока на своих коллег из второго центра венчурного капитала, сосредоточенного в районе Рут 128 около Бостона. Они считали их закрытыми, ограниченными, избегающими риска и унаследовавшими большие состояния людьми, занятыми в основном финансовым инжинирингом (наполовину европейцами, как можно предположить). Обитатели Восточного побережья, в свою очередь, с некоторым подозрением относились к эмоциональным, щедрым, раскованным, не любящим формальностей и предприимчивым инвесторам с Запада. Они не преминули бы указать, что их собственная врожденная осторожность позволила им не поддаться искушениям бума. Впрочем, сегодня разрыв существенно сократился. Не в последнюю очередь это связано с тем, что многие венчурные фирмы имеют офисы на обоих берегах. Тем не менее отличия все еще существуют, включая некоторые вариации в конкретных деталях соглашений об условиях участия.

Конечно, было бы ошибочным утверждать, что вся венчурная активность в США ограничена двумя этими центрами. Важные структуры сосредоточились и вокруг ведущих университетов, исследовательских центров и крупных корпораций, включая Сан-Диего, Боулдер-Сити, Сиэтл, Остин, а также район Вашингтона, округ Колумбия. Тем не менее сердцем американской венчурной отрасли является Кремниевая долина, которая воплощает в себе американскую модель в ее чистейшей форме. Этот факт извиняет повышенное внимание, которое мы уделили Кремниевой долине в этой главе. Кроме того, долина является любопытным местом, полным противоречий. Предприниматели и венчурные капиталисты, которые обитают в этом плавильном котле великих идей и творчества, обсуждают свои сделки в провинциальных и унылых закуточных. Европейские визитеры, попавшие сюда в первый раз и ассоциирующие богатство с культурой и искушенностью, неизменно поражаются прозаичной природе местных тусовок, происходящих, например, в ресторанах Bucks в Вудсайде или Late for the Train в Менло-Парке. Следующее открытие удивляет их не меньше: в районе шестиполосной скоростной трассы Сэнд-Хилл Роуд, соединяющей «сливки» американского венчурного бизнеса, с трудом принимается сигнал сотовых телефонов. Кремниевая долина вовсе не является долиной в географическом смысле, а представляет собой раскинувшееся на значительной территории провинциальное поселение, не страдающее никакими космополитическими претензиями. Даже в пик «пузыря» журналист из одной сан-францисской газеты, специализирующийся на светской хронике, регулярно жаловался на недостаток подходящего материала.

Несмотря на то что компании мирового класса выпекаются там подобно блинчикам, сообщество Кремниевой долины остается во многом весьма замкнутым. В течение многих лет венчурные капиталисты хвастались тем, что никогда не финансируют компании, находящиеся далее чем в 45 минутах езды от них. Самолюбование достигло небесных высот. Рутанн Квиндлен (Ruthann Quindlen, 2000) заметила, что «дорога [Сэнд-Хилл] стала самостоятельной личностью... Нередко можно услышать такие фразы, как “Сэнд-Хилл думает так...”; “Сэнд-Хилл не пойдет на это”». Как-то ей пришлось выступить с докладом под названием «Взгляд с Сэнд-Хилл» перед Национальной ассоциацией дикторов (National Association of Broadcasters) в городке Пибл-Бич, расположенном в 100 милях от Кремниевой долины. Далеко не сразу до нее дошло, что никто не понимает, о чем она говорит, поскольку аудитория и слухом не слыхивала ни о какой Сэнд-Хилл.

В период бума не каждому позволялось высказывать подобную ересь. Напротив, во время последнего спада, самого крупного спада в технологическом секторе за всю историю, когда множество разочарованных мечтателей — по необходимости ли, или же по собственной воле, — покинуло это место, критика Кремниевой долины вошла в моду. Оставшееся же сообщество в значительной своей части впало в уныние. По словам Гая Кавасаки, главного исполнительного директора Garage Technology Ventures, Кремниевая долина всегда впадала в крайности: «На самом деле никогда не бывает так хорошо или так плохо, как это представляется в Кремниевой долине».

За всем этим легко забыть, что обычно в периоды бума Кремниевая долина представляет собой одно из самых деятельных мест на планете. В районе залива Сан-Франциско, где расположены университеты мирового класса Стэнфорд и Беркли, а также такие исследовательские институты, как Исследовательский центр в Пало-Альто (Palo Alto Research Center — PARC), все пронизано духом технологии. Можно подумать, что даже официанты в Иль-Форнейо (в Пало-Альто) знают о сетевых услугах больше, чем половина европейского венчурного сообщества. Ветерану микроэлектроники Роду Эттулу, имеющему опыт работы как в Европе, так и в США, было нелегко объяснять европейским инвесторам технологию работы с начинающими компаниями. «Мы, бывало, тренировались на как можно большем числе друзей, стараясь рассказывать так, чтобы *им* было все понятно. В Кремниевой же долине всегда можно было найти венчурного капиталиста, друг которого только что получил ученую степень как раз в той области, что является предметом обсуждения».

Романтику Кремниевой долины питают истории, подобные истории возникновения сетевого гиганта Cisco System. Компания была учреждена в 1984 г. двумя студентами Стэнфордского университета. Одной из них

была Сэнди Лернер из университетской бизнес-школы, а другим — «очкарик» Лен Босак с факультета компьютерных наук (позднее они стали мужем и женой, а потом развелись). Компания начала свою деятельность в традиционной манере, с банковских кредитов. Однако три года спустя ее основатели решили искать поддержки со стороны венчурного капитала. Около 70 венчурных фирм отказали этой паре в финансировании. И только Дон Валентайн, основатель фирмы Sequoia, посмотрел на дело по-иному и согласился вложить 2,5 млн долл. в обмен на 30% компании. И не зря — в момент выхода на публичный рынок она стоила уже 10 млрд долл. (Bunnet, 2000). Менее чем через 15 лет компания Cisco ненадолго превзошла по размерам компанию Microsoft.

Для европейцев всегда оставался непостижимым невероятный размах венчурной деятельности (в том числе и в период фантастического бума). Один английский венчурный капиталист, переехавший в США в середине 1999 г., не поверил своим глазам, когда увидел в бухгалтерском балансе одной компании отрицательную нераспределенную прибыль в размере 47 млн долл. «Наверное, это ошибка, — подумал он, — не может же компания получить венчурное финансирование в размере 47 млн долл.». «Это не так уж и много», — объяснили ему. Другой европейский инвестор в «старые добрые времена» с завистью рассуждал о компании Kleiner Perkins. Он утверждал, что она просто-напросто находится в другой весовой категории: «Они ищут возможности, которые позволили бы им вернуть свои деньги в 30- или 100-кратном размере. Мы были бы довольны, если бы получили 10-кратную отдачу». Винод Хосла, партнер Kleiner Perkins, которому принадлежат компании Juniper Networks и Cerent, известен своим вкладом в развитие оптико-волоконной отрасли (ныне испытывающей значительные затруднения). В первые три десятилетия, как любит хвастаться Kleiner Perkins, объектами ее вложений стали компании, создавшие более 250 тыс. рабочих мест и получившие выручку свыше 100 млрд долл. (а рыночная капитализация составила 650 млрд долл., хотя эта цифра нуждается в уточнениях).

Но вот «мыльный пузырь» лопнул, и машина, некогда столь хорошо отлаженная, стала давать сбои. Однако, прежде чем приступить к обсуждению перемен, происходящих в отрасли, стоит напомнить о том, какая разветвленная инфраструктура была построена за прошедшие годы. В этом тесно спаянном сообществе каждый *знает*, как работает венчурный бизнес, поскольку иногда получение инженерного образования в Стэнфордском университете сочеталось с посещением курсов венчурного бизнеса в Центре предпринимательства, которые вел Том Байерс (брат Брука, одного из основателей Kleiner Perkins), или же ваши друзья могли быть связаны с начинающей компанией, финансируемой фирмой

с Сэнд-Хилл Роуд. Европейские основатели едва ли представляют себе эффективность даже отдельных венчурных фирм, в то время как их молодые коллеги из Кремниевой долины на зубок знают ВНД каждого из партнеров фирм, к которым они собираются обратиться. Сетевой эффект всеобъемлющ. Все в этой системе — основатели молодых предприятий, венчурные капиталисты, корпоративные клиенты, консультанты инвестиционных банков — знают друг друга. Опять же, зачастую они вместе учились в Стэнфорде, работали на одном начинающем предприятии или в Hewlett-Packard.

С венчурным бизнесом связано и множество компаний, предоставляющих услуги юристов, бухгалтеров и специалистов по подбору персонала. Многие из них специализируются на работе с отраслью. В качестве примера можно привести Wilson Sonsini Goodrich & Rosati, ведущую юридическую фирму, которая также прошла через болезненное сокращение в период спада венчурной отрасли. В области даже есть свой специализированный банк — Silicon Valley Bank, — «настроенный» на нужды предпринимателей. Даже в трудные времена крупные корпорации не отказываются от поддержки начинающих компаний. Не в последнюю очередь это связано с тем, что многие из них когда-то были в таком же положении. В Европе, напротив, даже финансирование со стороны ведущей венчурной фирмы не изменит положения, поскольку финансовый директор крупной корпорации вряд ли когда-либо слышал о ней. Нельзя сказать, что крах «мыльного пузыря» уменьшил почтение к предпринимательству в американском обществе, в целом, и в Кремниевой долине, в частности. Прогоревшие «доткомовцы» стали объектами насмешек, но это ни в коей мере не относилось к основателям компаний. Даже в тисках спада в технологической сфере любой венчурный капиталист будет финансировать настоящих лидеров, вне зависимости от сферы их деятельности.

Кроме того, в США гораздо лучше, чем в Европе, отточена система передачи технологий, разработанных научным сообществом (хотя и в Европе эта тема сейчас привлекает значительное внимание). Выдающийся кембриджский профессор Ричард Френд, ставший одним из основателей двух технологических компаний, заявил: «Думаю, у меня нет ни крупицы навыков, необходимых для управления компанией. Однако меня восхищает, что мои коллеги по американской Академии имеют возможность не прилагать ни малейших усилий [в процессе образования компании]». Венчурные капиталисты тратят месяцы или годы на обхаживание ученых, воспринимают идею и собирают группу менеджмента: «Между учеными постоянно ведется соревнование, и у них *нет* времени ни на что другое, ведь им нужно быть впереди своих коллег. Они постоянно сравнивают себя



с другими учеными. Если вы организуете компанию, это означает, что вы отвлекаетесь от исследований, чего вы не можете себе позволить. Поэтому как раз здесь огромное значение играют вспомогательные структуры».

Венчурному сообществу присуща развитая иерархическая структура, а это — один из признаков зрелости «экосистемы». Впрочем, в Европе иерархия только-только начала формироваться. В США же существует «верхний слой» венчурных фирм, причем граница пролегает не только между «элитой» и размытым «большинством». Дифференциация по мере расширения «пирамиды» продолжается (по крайней мере, так было в прошлом) вплоть до «третьего слоя». В разреженной атмосфере «верхнего слоя» можно ясно видеть «франчайзинговую» природу венчурного бизнеса. Как уже указывалось (см. главу 2), двумя главными факторами успеха любого венчурного фонда являются поколение капитала (т. е. год, когда были собраны средства для формирования фонда, определяет период инвестирования), а также сила франшизы. Сила франшизы Kleiner Perkins или Sequoia, прежде всего, предполагает монополию на лучших предпринимателей. Когда Джим Кларк вознамерился учредить фирму Healthon (позднее пережившую слияние и переименованную в WebMD), свою третью компанию на 1 млрд долл. после Silicon Graphics и Netscape Communications, он вновь обратился за финансированием к компании Kleiner (которая инвестировала в Netscape). Определенно, поиск средств не представлял для него проблему. Кроме того, бренд открывает лучшим венчурным фирмам доступ к самым выгодным сделкам. Генеральный директор одной из портфельных компаний фирмы Sequoia так описывает процедуру, применяемую на одной из самых, по его мнению, безжалостных фирм Кремниевой долины: «Никаких эмоций. Это только бизнес. Они вытеснят другие венчурные фирмы, предложив более высокую цену. Это называется стать “осеквойенным”».

Способность фирм из «верхнего слоя» привлекать лучших предпринимателей позволяет им производить инвестиции в самом начале каждой технологической волны и получать за столь ранний вход соответствующее вознаграждение. Компания Amazon добилась финансовой поддержки от Kleiner задолго до того, как всех охватило помешательство на модели «бизнес — клиент». Фирма Ariba, поддержанная компанией Benchmark, была пионером модели «бизнес — бизнесу». Такая структура, как Cerent, оказалась одним из зачинателей волны, связанной с оборудованием для оптических сетей (инвестором, опять же, оказалась компания Kleiner).

Подобная схема работает на всех уровнях. Лучшие агентства по подбору персонала желают работать с компаниями из «верхнего слоя», которые помогают финансируемым фирмам собрать лучшие команды. К процессу

привлекаются лучшие юридические фирмы. Портфельные компании становятся «горячими» быстрее, поскольку им почти гарантировано внимание прессы. (Хотя компании из «верхнего слоя» осторожно относятся к оповещению прессы относительно собственного развития, они являются мастерами по использованию прессы для продвижения своих инвестиций).

Клиентов и поставщиков также легче найти, если вас финансирует ведущая фирма, а не посредственное агентство. Стив Кац из Powermarket не понаслышке знает об эффективности известного бренда: «Kleiner Perkins (КР) помогает в организации первых встреч — всегда найдется партнер КР, который проведет вас через нужную дверь». Кроме того, бренд КР поможет успокоить крупную корпорацию, не уверенную в том, что начинающая компания сможет обслуживать свое программное обеспечение. «Если парень с ручкой в руке колеблется, телефонный звонок от Джона Доуэрра или Рея Лейна (бывшего второго лица в Oracle, теперь работающего в Kleiner Perkins) самым чудесным образом уменьшит нервозность».

Между тем расхваленная система *кейрецу* (keiretsu), действующая в КР (отличительной чертой которой является сетевой эффект, возникающий при взаимодействии портфельных компаний), функционирует вовсе не благодаря формальным отношениям. Фирмы просто-напросто связаны строгими обязательствами взаимных покупок. Подобная система была особенно эффективна в период бума, когда все пеклись скорее о росте выручки, чем прибыли. Наличие именитых клиентов также полезно, когда дело идет к первоначальному публичному предложению.

Бренд играет важную роль и в процессе IPO. Если пять компаний с пятью различными инвесторами собираются одновременно выйти на публичный рынок, то наибольшие шансы привлечь лучший инвестиционный банк имеет компания, финансируемая венчурной фирмой из «верхнего слоя». Даже на публичных рынках для компании имеет большое значение, кто выступал в роли ее венчурной фирмы. Как устало выразился один венчурный капиталист из фирмы, не принадлежащей к «верхнему слою», «это как разница в университете или школе, которые вы закончили». В период бума венчурные фирмы «верхнего слоя» столь нещадно эксплуатировали силу своей франшизы, что в некоторых кругах их стали называть БВС («бывший верхний слой»). Франшиза оказалась несколько «перегруженной» на всех уровнях иерархии.

Венчурные фирмы нередко идут на одну уловку. Стратегических инвесторов (корпорации), которых удастся привлечь к инвестированию в высокооцениваемые раунды финансирования, т.е. непосредственно перед IPO, раскручивают на «глупые деньги» — склоняют к приобретению продукции или услуг финансируемой компании. Венчурная фирма, предлагающая

предпринять инвестицию на 20 млн долл., обратится с «заманчивой» идеей к финансовому директору (а не к руководителю отдела информационных технологий): «Первоначальное публичное предложение принесет 10 млрд долл. Из них вам достанется 1 млрд долл., и вы получите 10-кратную отдачу». Далее звучит следующая фраза: «А, кстати, в дополнение к вашей 20-миллионной инвестиции, не купить ли вам еще программное обеспечение на сумму 20 млн долл.?» Несомненно, в этой ситуации обе стороны выигрывают: компания может получить дополнительную выручку и заработать много денег, а именно эти две вещи ей нужны, когда она собирается выйти на публичный рынок (если не считать поддержки со стороны известной венчурной фирмы). Единственная проблема заключалась в том, что на исходе существования «мыльного пузыря» начинающие компании никогда не выходили на публичный рынок. Таким образом, финансовый директор оставался с программным обеспечением на 20 млн долл., которое, по утверждению отдела информационных технологий, оказывалось совершенно бесполезным, особенно через девять месяцев, когда начинающая компания сама объявляла о банкротстве.

Отношения с партнерами с ограниченной ответственностью также стали натянутыми. Партнерам с ограниченной ответственностью выгоднее всего иметь дело с фондами из «верхнего слоя». На протяжении многих лет их доля участия неизменно сокращалась. Это относилось даже к инвесторам, допущенным в избранный круг, так что основные усилия направлялись на уменьшение масштабов «сокращения». Так, в начале спада некоторые фирмы подбивали своих инвесторов к инвестициям на поздних этапах финансирования, когда оценки еще высоки, однако финансирование от другой венчурной фирмы становится трудно получить. Особенно мало церемонились с инвесторами, не обладающими значительным влиянием. «Нам не хватает 5 млн долл., это поможет нам ускорить процесс», — говорили инвесторам. Им намекали, что венчурная фирма благосклонно отнесется к переоценке их участия в следующем фонде.

Разорение венчурных фирм, которое началось после того, как «пузырь» лопнул, будет продолжаться. От трети до половины американских венчурных фирм, скорее всего, исчезнут. Этот отсев будет наиболее суровым в отношении фирм, успевших сформировать только 1–2 фонда. Скромные показатели эффективности, характерные для эпохи спада, едва ли позволят им привлечь новых инвесторов. Вероятно, самый большой интерес представляет ситуация с фирмами из «верхнего слоя». Значительная часть из них, вероятно, выживет. Существующие инвесторы, получавшие приличные доходы на протяжении многих лет, простят им один или два не вполне удавшихся фонда (и доступ к участию в следующих фондах этих фирм

останется затрудненным). В то же время не следует пренебрегать ущербом, нанесенным стоимости франшизы. Репутацию придется восстанавливать годами. В конце концов, по мнению многих, система *кейрецу*, применяемая Kleiner Perkins, раздувала выручку участвующих компаний, а это способствовало росту «мыльного пузыря».

Вопрос о преемственности примет угрожающие масштабы. Лица, работавшие значительные суммы денег, в трудные времена, возможно, потеряют стимул к работе. Сойти со сцены будут вынуждены и фирмы, которые не слишком эффективно распределяют свой фиксированный процент вознаграждения. Система, кормящая, по большей части, «пенсионеров» и администрацию, не позволит им взрастить новое поколение работников. Некоторые специалисты организуют свои собственные фирмы. Так, компания Benchmark была создана в середине 1990-х годов бывшими партнерами Merrill Pickard и Technology Venture Investors. Каждый цикл дает шанс новым группам подобраться к вершинам, и текущий растянувшийся цикл не будет исключением.

Так какие достоинства и недостатки присущи американскому венчурному бизнесу с точки зрения компаний? Помогают ли американские венчурные капиталисты своим портфельным компаниям больше, чем их европейские коллеги? Действительно ли они являются создателями компаний? На раннем этапе существования Кремниевой долины (и в более широком смысле — американского венчурного бизнеса) успех основывался на сильном чувстве партнерства с предпринимателем. Часто это было связано с тем, что инвесторы сами имели предпринимательский опыт. Вот что рассказывает Дон Валентайн о создании компании Sequoia, основателем которой он является: «Мы все имели опыт бизнеса, работали в небольших компаниях. Так что мы сочувственно относились к предпринимателям, создающим новые компании». В другой раз он заявил: «Мы собирались создавать компании. Мы собирались построить отрасль, но при этом не собирались делать ничего, что требовало бы финансовой подготовки. У нас ее попросту не было, да она нам была и не нужна. Мы были создателями компаний» (Gupta, 2000).

В конце 1990-х годов, напротив, было бы смешно говорить о строительстве эффективных компаний. Венчурные фонды увеличились в размерах, и фирмы привлекали деньги не потому, что испытывали в них необходимость, а просто потому, что подворачивалась такая возможность. Некоторые партнеры зачастую заседали в 16 правлениях одновременно, перекладывая друг на друга свои обязанности. Они едва успевали проводить собрания правлений по телефону. В то время как европейских венчурных капиталистов справедливо критиковали за то, что они держат свои компании «на

сухом пайке», американская проблема была обратной. На свет было произведено целое поколение неудавшихся компаний «с измененной ДНК», которых, едва ли не силой, «перекармливали» капиталом. Это не могло не привести к врожденным порокам. Одним из первых предприятий, получивших избыточное финансирование, была интернет-бакалея Webvan. Она привлекла примерно 1,2 млрд долл. венчурных средств за 18 месяцев до выхода на публичный рынок. Оценка же раунда финансирования, предшествующего IPO, составляла 4,3 млрд долл. Компания Benchmark пересекла океан с амбициозной целью «научить европейцев искусству построения компаний» (*Red Herring*, May 2000). Забавно, что дело было в тот самый момент, когда почти все американские венчурные фирмы были готовы отправить на публичный рынок компании, представлявшие собой не более чем идеи.

Собирались фонды на миллиарды долларов, и ни у кого не хватало времени подумать, что 20 лет назад средний размер фонда составлял 20 млн долл. При этом имелось два или три генеральных партнера, каждый из которых лично управлял 3–5 инвестициями. Европа не обладала монополией на неопытных венчурных капиталистов. Один довольно известный инвестор описывает свой восторг, когда ему удалось заманить американского венчурного капиталиста в одну из своих портфельных компаний (в качестве инвестора и члена правления). Каково же было его разочарование, когда он узнал, что этот венчурный капиталист был «очень способным, очень красноречивым бывшим инвестиционным банкиром, который не имел опыта работы с промышленными предприятиями и был не в состоянии предложить что-либо ценное на собраниях правления».

Сегодня картина значительно усложнилась. Лучшие венчурные капиталисты могут очень многое сделать для своих компаний. Для примера можно вспомнить одну из основательниц компании, финансируемой фирмой Sequoia. Ей нужно было нанести несколько трудных визитов, а коллег, которые могли бы ей помочь, не было поблизости. Поэтому она обратилась за помощью к Дону Валентайну, который даже не был представителем Sequoia в правлении ее компании. Тем не менее Валентайн отправился на эти встречи, и компания заключила нужные сделки. Еще один пример, связанный с Sequoia. Джерри Рудисин, основатель и главный исполнительный директор Nightfire Software, рассказывает о собеседованиях, которые проводил с кандидатами на ответственные должности партнер со стороны Sequoia, Майк Мориц. «Он говорил, что Sequoia нуждается в масштабных личностях. Лучше жить с пустующей вакансией, чем иметь слабого работника. Такова была их установка». Это было в эпоху «мыльного пузыря», когда было крайне не просто найти хороших работников. Другим начинающим

компаниям достаточно было бы просто «набрать штат». Мориц же заявил Рудисину, что нужных людей, предназначенных для ответственных должностей, можно прождать и год.

В то же время необходимо остерегаться некоторых мифов. Например, часто утверждается, что американские венчурные капиталисты обычно имеют опыт работы в бизнесе, а европейские — нет, и в этом-то якобы состоит одно из самых больших различий между европейцами и американцами. Однако важность делового опыта не стоит преувеличивать. Многие ведущие американские венчурные капиталисты не обладают подобным опытом. Например, Мориц был журналистом. Согласно другому направлению мысли, чрезмерное участие бывших предпринимателей в работе молодой компании может задушить начинание: «Они сами являются бизнесменами, поэтому у них на все есть готовое мнение. Они имеют склонность подавлять команду менеджеров, они не могут оставить менеджеров в покое и постоянно стоят у них за спиной», — сказал один венчурный капиталист. Другой американский венчурный капиталист (не обладающий практическим опытом) выразился так: «Никто не стал бы приглашать голливудских агентов сниматься в кино, и наоборот».

И все же действительность состоит в том, что венчурный бизнес является сложным «алхимическим процессом», требующим поддержания тонкого и неустойчивого баланса и отвергающим любые предвзятые суждения. Отрасль, в значительной степени, была основана людьми, пропитанными предпринимательским духом, которые часто, но далеко не всегда имели опыт работы в сфере бизнеса: «Огромный вклад Артура Рока, аналитика с Уолл-стрит, заключался в его пронизательных суждениях о людях» (Valentine в книге Gupta, 2000). Их успехи привели к появлению компаний, обладающих прекрасной репутацией, а достижения последних, в свою очередь, стали работать сами на себя. И лишь крах «мыльного пузыря» нарушил сложившуюся идиллию.

Венчурные капиталисты забыли о добросовестном отношении к работе. Это относится и к поиску выгодных сделок. В период спада одна моя подруга столкнулась с неким венчурным капиталистом из маленькой фирмы при исследовательском институте PARC. «Вы должны рассказать мне, куда идти [чтобы найти новые сделки]», — сказал он ей. По его словам, в прежние времена «нам приходилось повсюду носиться в поисках сделок», однако впоследствии, когда предприниматели стали сами стекаться в офис и устраивать презентации PowerPoint, он, подобно прочим, обленился. Венчурные капиталисты могли позволить себе не пошевелить и пальцем. Дух партнерства между предпринимателем и венчурным капиталистом был поставлен под угрозу, поскольку избегающие риска венчурные капиталисты начали

вводить драконовские условия в соглашения с предпринимателями (см. главу 13). Это привело к конфронтации между двумя сторонами процесса, который отныне перестал быть «общим делом».

Что еще более важно, крупные фонды поставили себя в условия, полностью исключающие для них возможность заключения мелких сделок. Некоторые даже обратились к такой форме инвестирования, как вклады в государственные ценные бумаги (Private Investment in Public Securities — PIPEs). Большинство пошло еще дальше — они могут финансировать раунды C (третий раунд финансирования) по ценам раундов A. Это означает, что, несмотря на то что компания, может быть, уже достигла этапа, когда она получает выручку 20 млн долл., вклад венчурного капиталиста будет по-прежнему определяться на основе оценки предварительной стоимости в размере 20 млн долл. Это позволяет венчурным капиталистам немедленно учитывать некоторые элементы риска. Это также означает, что они могут быстро выйти из игры, как только открывается возможность выхода, что позволит им вернуть деньги инвесторам и начать сбор средств для формирования новых фондов. И все же, проблема состоит в том, что небольшие инвестиции (2–3 млн долл.) в ранние этапы развития перспективных технологий пришли в упадок, и инновационная машина начала давать сбои. Вероятно, самый важный урок, преподнесенный последними неудачами Кремниевой долины, заключается в том, что в венчурном бизнесе «масштабы» не всегда «имеют значение». Фонды же на 1 млрд долл. опасно оторвались от своих корней.

В конце каждого цикла Кремниевая долина вопрошает о своем будущем, и мрачные настроения становятся сильными, как никогда. Однако память у людей коротка, а в венчурной отрасли еще и весьма избирательна. Баланс будет восстановлен. Инфраструктура никуда не исчезла. Даже первоначальные публичные предложения рано или поздно вернуться, и пары удачно проведенных IPO вполне хватит, чтобы снова запустить «конвейер». И если европейские венчурные капиталисты задумываются о развитии отрасли в своем регионе, они должны понять достоинства и недостатки модели Кремниевой долины.

## Библиография

- Bunnell, D.** (2000) *Making the Cisco Connection: The Story behind the Real Internet Superpower*, John Wiley & Sons Inc., New York.
- Gupta, U.** (ed.) (2000) *Done Deals*, Harvard Business School Press, Boston MA.
- Quindlen, R.** (2000) *Confessions of a Venture Capitalist*, Warner Books Inc., New York.





## Другие виды: «ангелы бизнеса» и корпоративные венчурные капиталисты

### «Ангелы бизнеса»

*Все ангелы, о которых мы хоть что-нибудь знаем, являются мужчинами.*

Джон Оливер Хоббс

Когда бы я ни попала на собрание «ангелов бизнеса» (или «бизнес-ангелов»), это событие почти всегда заканчивается ворчанием по поводу венчурных капиталистов. Иногда возникает впечатление, что между двумя группами инвесторов идет открытая война, несмотря на то что в действительности они являются звеньями одной «пищевой цепи». Венчурные капиталисты, как правило, воротят нос от «ангелов», считая их крайне непрофессиональными и даже в какой-то степени «недостойными» людьми. По мнению многих венчурных капиталистов, «ангелы» платят слишком много за молодые компании, порождая в умах предпринимателей «ошибочные ожидания». Подчас же в описаниях венчурных капиталистов «ангелы» предстают в виде «жадных ублюдков», эксплуатирующих чужое невежество и требующих непомерную долю участия за незначительный денежный вклад (и еще меньший объем консультаций экспертов).

Не удивительно, что «ангелы» отвергают подобные претензии. По словам Дэвида Бира, управляющего одной из крупнейших в Великобритании сетей «бизнес-ангелов», Beer & Partners: «Большинство венчурных капиталистов и в подметки не годится нашим инвесторам». Джек Лэнг, бывший главный технолог в NTL и выдающийся кембриджский «ангел», добавляет к этому: «Проблема, состоит в том, что венчурные, т. е. “рисковые” капиталисты, за некоторыми исключениями, не имеют никакого отношения ни к риску, ни к капиталистам. Они чересчур медлительны и осторожны в принятии своих решений, которые к тому же редко являются удачными или вполне рациональными. Кроме того, венчурные капиталисты не имеют столь много денег, как они утверждают». Луциус Кэри, предпринявший более 70 инвестиций в начинающие компании Великобритании, заявляет, что не знает ни одного предпринимателя, у которого нашлись бы хорошие слова в адрес венчурных капиталистов, «однако на публике они вынуждены прикусывать языки, поскольку у венчурных капиталистов есть деньги».

Разумеется, венчурные капиталисты считают «ангелов бизнеса» конкурентами, которые вкладывают деньги в предприятия на более ранних этапах, чем они сами. И все же «ангелы», которым часто не хватает средств для крупных инвестиций, не могут похвастаться высокими доходами. Отсюда возникает значительное разбавление их доли, с которым часто сталкиваются «ангелы», что является реальным источником напряженности. «Венчурные капиталисты презирают вас (как ангела) до глубины души, и я говорю это как венчурный капиталист», — заявила одна из ведущих фигур в кембриджском сообществе.

Дэвид Джиампаоло, которому удалось объединить три «ангельских» сети (VCR, PiCapital и iGabriel) в форме единой организации, крепко спаянной и профессионально управляемой, утверждает, что «в каждой сделке имеют место споры по поводу основных ее положений. Но вы не имеете права утверждать, что венчурные капиталисты — это зло. Точно так же венчурные капиталисты не должны заявлять, что “все толстосумы — тупицы, так что давайте их разорим в последующих раундах посредством разбавления”».

Бизнес-ангелы (business angels) представляют собой богатых индивидов, использующих собственные деньги (а часто и собственные предпринимательские и деловые навыки) для поддержки компаний на раннем этапе. Своим богатством и, вероятно, пронизательностью они выделяются среди трех других категорий, предоставляющих финансирование — друзей, семьи и глупцов (в оригинале эти три компонента обозначены как 3F (friends, family and fools). — *Прим. ред.*). Название «ангелы» произошло от прозви-

ща богатых спонсоров бродвейской театральной продукции, и оно может ввести в сильное заблуждение. Бродвейские спонсоры искренне увлечены филантропией. Что касается «бизнес-ангелов», то они являются опытными деловыми людьми (или должны ими быть), которые вовлечены в коммерческие отношения и далеко не всегда ведут себя «по-ангельски». Выражение «частные инвесторы», вероятно, было бы более уместным, однако термин «ангелы» уже прижился (и, следовательно, здесь мы будем использовать именно его).

Европейское сообщество «бизнес-ангелов» не слишком развито и плохо организовано по сравнению с американским. Статистические данные, касающиеся «ангельского» рынка, еще более приблизительны, чем данные относительно венчурного бизнеса. Мало кому известно, что, согласно некоторым экспертам, денежные средства, предоставляемые американскими «бизнес-ангелами», в некоторых отношениях превышают средства, обеспечиваемые венчурными капиталистами. Подобная ситуация имела место даже в 2000 г., когда так называемыми «профессиональными венчурными капиталистами» было вложено 100 млрд долл. «Утешением» может послужить лишь тот факт, что по сравнению с американскими инвесторами, которые оказались в значительной степени подверженными интернет-мании и поэтому сильно пострадали от нее, европейские инвесторы были новичками в этой «игре» и понесли гораздо меньший ущерб. В Великобритании многие имели «счастье» быть насильно вытесненными с рынка волной вновь организованных инкубаторов, которые поглотили значительную часть наиболее безумных интернет-проектов.

Источники богатства также различаются. В США до недавних пор внушительная доля денежных средств была заработана в технологическом секторе. Это относится как к руководителям высшего и среднего звена из компаний Cisco, Microsoft и Oracle, так и к успешным предпринимателям. Напротив, в Европе значительная часть богатства представляет «старые деньги», деньги *«старой экономики»* или же деньги, заработанные за счет владения собственностью или предоставления финансовых услуг. Несколько самых выдающихся предпринимателей (таких как доктор Майк Линч из Autonomy и сэр Робин Саксби из ARM) являются инвесторами в полном смысле этого слова. Однако, как ни странно, Большой восточный инвестиционный форум (Great Eastern Investment Forum — GEIF), активная «сеть бизнес-ангелов» в Кембридже, не имеет в своих рядах ни одного «технологического» миллионера, несмотря на то что такими компаниями, как ARM, их было создано немало. Найджел Браун, основатель NW Brown, группы финансовых услуг, учрежденной форумом GEIF, заявил: «Те многие люди, которые заработали деньги на технологическом бизнесе в

Великобритании, склонны избегать риска. Возможно, это связано с тем, что они умны. Они сознают роль удачи в успехе и представляют себе, как трудно заработать деньги в сфере технологий.

Частные инвесторы, как правило, вкладывают свои средства в отрасли, в которых они уже заработали деньги и которые, как им кажется, они знают и понимают. Так что источники богатства «ангелов» создают дополнительные барьеры для молодых европейских технологических компаний. Впрочем, это дает некоторый шанс предприятиям, не связанным с технологическим сектором. Одним из первых вложений, предпринятых объединением VCR/PiCapital, была фирма Bodas, поставляющая дорогостоящее женское белье.

«Бизнес-ангелы» и венчурные капиталисты обитают в одной «экосистеме». Этот факт постоянно игнорируется. В нынешние нелегкие времена, когда «бизнес-ангелы» видят, как их вклады быстро тают в поздних раундах финансирования, противостояние между двумя группами инвесторов лишь увеличивается. И все же они состоят друг с другом в своеобразном «симбиозе». Когда венчурные капиталисты всей гурьбой устремляются финансировать предприятия на поздней стадии, то, как никогда, требуется участие вызывающих доверие «ангелов» — для финансирования на начальной стадии. В противном случае венчурные фирмы просто увязли бы в сделках. Со стороны венчурных капиталистов вполне разумной мерой было бы возвращение специализированных сетей опытных «бизнес-ангелов». Несмотря на это, лишь немногие европейские фирмы пытаются это сделать. С другой стороны, «бизнес-ангелы», финансирующие предприятия в условиях «медвежьего рынка», также вовсе не горят желанием привлекать венчурных капиталистов, даже на поздних этапах. «Сам термин “последующее финансирование” (follow-on financing) приводит меня в дрожь», — заявил один опытный «бизнес-ангел».

Следует как можно раньше решить, стоит ли привлекать «ангела» к сбору средств для формирования фонда. Далеко не всегда сроки, объем или природа инвестиции совместимы с требованиями рынка, и можно легко допустить ошибку, потеряв много времени с венчурными капиталистами. Руководству сайта Britart, занимающегося онлайн-торговлей предметами современного искусства, пришлось потратить массу времени на уговоры венчурных капиталистов. В конце концов, поддержка была оказана именно со стороны «бизнес-ангелов». Джэйлсу Ховарду, управляющему директору Britart, в начале 2001 г. пришлось не раз обойти множество венчурных капиталистов в поисках 1,5 млн фунтов стерлингов (это была первая попытка обращения к венчурным фирмам после получения первоначального финансирования от «бизнес-ангелов»): «В небольших

венчурных фирмах работают люди, не обладающие большим опытом. Они были весьма напуганы [после “мыльного пузыря”]. Казалось, что никто не инвестирует. Очевидно, что они потеряли способность выносить здравые суждения. Они были слишком шокированы». Сроки были определены неправильно, а сумма была слишком незначительной для большинства венчурных фирм. Бум в сфере интернет-компаний завершился крахом год назад, и занятия электронной коммерцией в мире венчурного капитала, настроенного на краткосрочные вложения, едва ли могли дать шансы на выживание. В конце концов, Ховард вновь обратился за поддержкой к «ангелам» и привлек 700 тыс. фунтов — меньше, чем он ожидал, но вполне достаточно, чтобы достичь прибыльности на основе слегка «урезанного» бизнес-плана.

Привлекая средства со стороны «бизнес-ангелов», важно понять, что отличает их от венчурных капиталистов и каковы практические следствия этих отличий. Это, в свою очередь, поможет вам правильно выбрать структуру сделки, чтобы не отпугнуть венчурных капиталистов в ходе более поздних раундов финансирования. Основное отличие несложно уяснить. «Ангелы» инвестируют собственные деньги, венчурные же капиталисты вкладывают средства от лица других, по большей части институциональных инвесторов. Кроме всего прочего, это означает, что «ангелы» зачастую работают более оперативно.

Поезд, в котором ехал в апреле 2000 г. Ален Фолис, исполнительный директор Open Business Exchange, уже готов был въехать в тоннель, как вдруг раздался телефонный звонок. Фолис в то время работал в Visa International и усиленно трудился над проектом службы, занимающейся предоставлением счетов-фактур (инвойсов) в электронной форме. Звонил Джон Хант, серийный предприниматель и один из основателей First Today. «Помогут ли Вам 100 тыс. долл.?» — спросил Хант. Позднее, в процессе сбора средств, Фолис зашел к Питеру Огдену, соучредителю Computacenter. Фолис знал Огдена еще по совместной работе в Париже, и целью его визита было получение у Огдена консультации, а вовсе не денег. «Могу я вложить некоторые средства?» — обратился Огден с неожиданным вопросом. Фолис ответил согласием и спросил, сколько денег готов предоставить Огден. «А сколько вам нужно?» — раздался встречный вопрос. Вклад Огдена составил 500 тыс. долл. Это были горячие дни 2000 г., однако «бизнес-ангелы» Фолиса также были серьезными инвесторами. Как только рынок вновь оживился, они произвели реинвестирование в последующих раундах финансирования. На любой стадии цикла активные «бизнес-ангелы», как правило, реагируют гораздо быстрее, чем профессиональные венчурные капиталисты. Они работают на собствен-

ные деньги, зачастую хорошо знают отрасль, и им не требуется согласие инвестиционного комитета.

Венчурному капиталисту, несомненно, потребуется подробный анализ рынка, на который он собирается выйти, и оценка компании, куда он собирается инвестировать. С другой стороны, «бизнес-ангелы», как правило, просто спрашивают себя: «Действительно ли рынок выглядит достаточно большим?» Даже «ангелы», решившиеся на детальное исследование, обычно справляются с ним быстрее. Поскольку они являются скорее бизнесменами, чем финансовыми инвесторами, они, вероятно, будут задавать совсем другие вопросы. Снова предоставим слово Фолису:

— *Поскольку они являются деловыми людьми, их в большей степени интересует желание клиентов использовать данную услугу. Они задают практические вопросы относительно клиентов и реализации. Венчурные капиталисты больше интересуются тем, когда они достигнут точки безубыточности и какими должны быть наши показатели в момент выхода. Я никогда не встречал «ангела», который бы накладывал жесткие условия на выход или хотя бы осмеливался высказать свое суждение по этому поводу.*

В то же время не следует стричь всех «ангелов» под одну гребенку. Как и в случае с венчурными капиталистами, необходимо продуманно подходить к выбору нужного инвестора. «Мыльный пузырь» интернет-компаний привел к появлению новых «игроков», большинство из которых уже исчезло. В эпоху «пузыря» при слове «технология» люди с готовностью раскрывали свои чековые книжки. Это живо воскрешает в памяти пример одного торговца из Гарлема в 17 в., который в период тюльпановой мании «потратил половину своего состояния на одну-единственную луковицу тюльпана. И сделал он это вовсе не для выгодной перепродажи. Вместо этого он посадил ее в своей оранжерее, чтобы просто любоваться своим приобретением» (Maskay, 1841: 89). Многие инвесторы умудряются сочетать в себе невежество и назойливость. Один программист так вспоминает свой опыт общения с подобными людьми:

— *Они не были опытными «бизнес-ангелами». Просто их карманы были набиты деньгами. Они не собирались оставить компании в покое. Они хотели только продемонстрировать миру свое умение вести дела.*

Что касается беспокойства по поводу стремления «ангелов» к вмешательству в дела компании, которую они финансируют, то мнения по этому поводу весьма противоречивы. Дуг Ричард, основатель Cambridge Angels,

эксклюзивной сети «бизнес-ангелов», убежден, что желание участвовать в работе компании является определяющим качеством «ангела»: «Люди становятся “бизнес-ангелами”, потому что они хотят принять участие в управлении начинающими компаниями, а не просто отдать свои деньги». Будучи сам серийным предпринимателем, он объясняет: «В этом смысл моей жизни. Я основываю компании». Напротив, Джампаоло заверяет, что большинство членов его сети *не* вмешивается в работу компаний. Впрочем, он полагает, что конкретная ситуация определяется как сроками, так и личными пристрастиями «ангела». Вам следует отчетливо представлять себе, кого вы видите перед собой — «ангела-предпринимателя» или же финансового инвестора (иногда, лучше всего «работает» сочетание этих двух ролей).

Таким образом, предприниматели должны ясно сознавать, какого рода отношений планирует придерживаться «ангел» или группа «ангелов». Лучше всего, конечно, когда «ангельские» деньги предоставляет бизнесмен, обладающий реальным опытом ведения дел, ведь именно в этом вопросе венчурные фирмы проигрывают по сравнению с «ангелами». Джампаоло формулирует это таким образом: «Не то чтобы венчурным фирмам не хватает способных сотрудников. Однако можно было бы ожидать от них больше поддержки и мудрых советов. Нельзя сказать, что “ангелы” умнее, однако зачастую у них несколько больше времени и увлеченности».

Кэри добавляет: «Когда “ангелы” спрашивают, чем они могут помочь, вы ощущаете их искренность. В случае же с венчурными капиталистами меньше всего кажется, что они пытаются оказать поддержку. Скорее всего, они стараются заработать для себя как можно больше денег». Однако, подобно венчурным капиталистам, «ангелы» далеко не всегда принимают столь деятельное участие в делах компании. Леннарт Рамберг из шведской фирмы Altinum добился финансирования от одного из самых выдающихся шведских «ангелов» (который впоследствии официально оформил свою инвестиционную деятельность и стал венчурным капиталистом). Рамберг рассказывает: «Он потратил массу времени на рассказы о том, какие тесные отношения он привык устанавливать со своими компаниями. С тех пор нам удалось пообщаться с ним по телефону не более двух раз».

Немало проблем связано и с тем, что вам приходится иметь дело с конкретной личностью, а не с профессиональной фирмой. Процесс получения венчурного капитала чем-то смахивает на лотерею, поскольку вам предстоит столкнуться с целой чередой ответственных работников. Когда же в роли инвестора выступает «бизнес-ангел», то вы оказываетесь один на один с его личными пристрастиями. Например, некоторые «ангелы» уверены в том, что последняя предпринятая ими инвестиция является образцом для

всех будущих сделок, гарантирующим успех. Пообщайтесь с работниками других компаний, которым этот человек предоставил средства. Не заражены ли они целым «букетом» нелепых предубеждений. Что они обсуждали? Как они себя вели, когда ситуация вышла из-под контроля? В распоряжении «ангелов» нет столь значительных средств, какими располагают венчурные капиталисты. Кроме того, они предоставляют свои собственные деньги. Станут ли они паниковать и неожиданно требовать свои деньги обратно? Если венчурный капиталист, у которого в распоряжении находится фонд объемом в 100 млн евро, предпринял инвестицию на 2 млн евро и она находится под угрозой провала, то это — одно. Другое дело, когда речь идет о неопытном «ангеле», предоставляющем 750 тыс. евро, которые составляют значительную часть его состояния. Не всякий «ангел» обладает стальными нервами. В таком случае он может «раздуть» имеющуюся проблему. «Если ваш вклад представляет собой большую часть вашего состояния и он неожиданно подвергся опасности, то вы будете просиживать в офисе круглые сутки. В результате проблема начнет казаться еще серьезнее», — признавался один «ангел», которому жизнь преподнесла несколько суровых уроков.

Одной из категорий «ангелов», которых следует избегать, являются «невинные ангелы», т. е. «бизнес-ангелы», которым никогда ранее не приходилось заниматься инвестированием. Удивительно, что воображает себя «ангелами» много людей. Идея финансирования рискованных предприятий кажется привлекательной. Тем не менее, когда настает пора подписывать чек, их руки цепенеют, поскольку им неожиданно приходит в голову, что они могут больше не увидеть своих денег. Очевидно, есть риск потратить на них время впустую.

Поиск «хорошего» инвестора среди «бизнес-ангелов» представляет собой нелегкую задачу, если, конечно, предприниматель не обладает хорошими связями. Существуют два основных направления подобного поиска. Во-первых, можно «прощупать» внешние «выходы» профессионального и социального кругов общения. Во-вторых, можно найти солидную сеть «бизнес-ангелов». Первый путь не так труден, как это может показаться. Если же вы предпочитаете второе направление поиска, то вам следует проделать всю необходимую «домашнюю работу», поскольку сети «бизнес-ангелов» весьма различаются между собой. Самый развитый рынок «бизнес-ангелов» в Европе — английский — не испытывает недостатка в «ангельских сетях», однако все они обладают совершенно *различным* качеством. В других странах эти сети находятся в процессе развития. Петер Юнген, предприниматель из Германии, имеющий связи в высших эшелонах германского правительства, применил «нисходящий» принцип («сверху — вниз») для



создания местных организаций, т. е. «от правительства к бизнесу». За три года количество «ангельских сетей» выросло с нуля до 48: «Идея состояла в привлечении людей, обладающих деньгами и деловыми навыками, но не знающих, как ими распорядиться. Люди не становятся “ангелами” естественным способом». К сожалению, по окончании эпохи «мыльного пузыря» количество желающих предпринимать рискованные инвестиции в Германии сильно поубавилось, и зарождающаяся «ангельская» культура почти полностью исчезла.

В то время как в США сети «бизнес-ангелов», в целом, управляются весьма профессионально, об их европейских аналогах такого сказать нельзя. Зачастую они недостаточно велики, в них слишком мало членов, а это, в свою очередь, приводит к низкому качеству потока сделок. Услуги, которые эти структуры должны, согласно их собственным обещаниям, оказывать, предоставляются в сильно урезанном виде. Некий критик известного регионально-го форума в Великобритании описал его как «скопление банкиров, юристов и бухгалтеров, пытающихся продать свои услуги». Многие структуры требуют слишком большого вознаграждения, иногда причитающегося с компании, собирающей фонд, а иногда — с инвестора. При этом взимаемая плата далеко не всегда может покрыть издержки. Зачастую используется порочная модель бизнеса, в которой покрытие нереалистично высоких накладных расходов слишком сильно зависит от успешных продаж, а этого нелегко добиться в условиях спада. Например, группе PiCapital, учрежденной в конце 1997 г. и финансируемой такими светилами, как ветеран венчурного бизнеса Майкл Стодарт, за четыре года удалось добиться первого успешного выхода подопечной компании. И тем не менее фирме все же пришлось столкнуться с проблемой раздутых накладных расходов, включая затраты на офис в престижном лондонском районе Мейфэр.

Новая группа Джампаоло занимается отбором компаний, пригодных для представления инвесторам на регулярных встречах. Ее создание нацелено на решение двух проблем, с которыми часто сталкиваются европейские структуры «бизнес-ангелов», — недостаточно большие масштабы деятельности и непрофессиональное управление. Одной из важных мер, рекомендуемых ее членам, является резервирование фондов для последующих инвестиций. Немногие делали это в период «мыльного пузыря» и были вынуждены наблюдать, как их вклады стремительно тают вследствие «разбавления». Кроме того, очевидно, что компания, финансируемая «бизнес-ангелами», заинтересована в том, чтобы они не бросили ее впоследствии. Вскоре после образования своей организации Джампаоло также мог похвастать успешным выходом одной из портфельных компаний группы PiCapital.

Разрабатывая структуру сделки, финансируемой «ангелами», предприниматель должен подумать и о будущих инвесторах, в том числе и о венчурных капиталистах. Венчурные инвесторы с опаской относятся к фрагментированной, усложненной структуре сделки (как будто их собственные сделки не являются пугающе сложными!). Найджел Браун, партнер фонда Cambridge Gateway Fund, заявил, что венчурный капиталист воздержится от сделки в том случае, если «ангел» обладает 80% собственного капитала или если структура капитала «утяжелена» различными классами акций либо содержит слишком много прав на возвращение вклада. Поводом для беспокойства может послужить и наличие слишком большого количества частных инвесторов, разбросанных по всему миру, что усложнит проведение таких базовых операций, как сбор подписей.

Привлекательность денег «бизнес-ангелов» связана с весьма упрощенной документацией. Луциус Кэри произвел свои первые сорок инвестиций на основе двухстраничного письма, подписываемого всеми сторонами. Подобная процедура не требует никаких затрат и привлечения юристов. Когда Кэри предпринимал свою первую инвестицию совместно с компанией Zi, подобная привычка шокировала тамошних работников. Ответственное лицо из Zi попросило показать формальное соглашение. Кэри предъявил свое письмо. «Нет, официальное соглашение», — услышал он в ответ. Когда ответственному лицу удалось преодолеть свое изумление, письмо пришлось надлежащим образом оформить и придать ему совершенно официальный вид. (Теперь Кэри производит свои инвестиции посредством венчурного фонда, принадлежавшего одной корпорации, и его сделки имеют более формальный характер.) Часто «бизнес-ангелы» вкладывают средства в обыкновенные акции, пренебрегая множеством прав, предоставляемых привилегированными акциями (типичным инструментом венчурных капиталистов). Почему же «бизнес-ангелы» не защищают себя при помощи привилегированных акций? Одним из оснований для этого являются налоговые соображения. Налоговые схемы, применяемые в некоторых европейских странах (например, Схема освобождения от налогообложения при инвестировании предприятий в Великобритании — Enterprise Investment Scheme relief), как правило, предполагают, что инвестиции производятся посредством именно обыкновенных, а не привилегированных акций (хотя это не касается частных инвесторов, вкладывающих средства посредством трастов). Инвестиционное соглашение в этом случае будет значительно проще.

В отличие от венчурного капиталиста, «бизнес-ангел» едва ли будет требовать от вас назначения нового исполнительного директора. Они инвестируют собственные, а не чужие деньги и склонны к более прагматичному

взгляду на вещи. По словам Лэнга, «гарантии едва ли стоят бумаги, на которой они написаны». Невозможно выработать общие правила относительно доли собственного капитала, уступаемого на первоначальном этапе. Ричард сказал: «Многие “ангелы”, ослепленные оптимизмом, не стремятся получить крупную долю в собственном капитале. Путь оказывается длиннее и требует больших денег и большего количества раундов финансирования, чем кто-либо мог предположить». Некоторым «бизнес-ангелам» фантастическая скупость не позволяет продолжить участие, и они уходят. Лишь меньшинство изъявит желание взять на себя долю, которую вы с трудом будете готовы уступить.

Если вы планируете для следующих раундов финансирования привлечь венчурных капиталистов, то вам следует обдумать использование конвертируемого займа. Это дает ангелам акции со скидкой (15 или 20%) по отношению к уровню цен нового раунда. Это должно снять претензии венчурных капиталистов, считающих, что ангелы платят «неправильную» цену (по их мнению, то слишком высокую, то слишком низкую). Любопытно, что бизнес-ангелы, по-видимому, корректируют свои ожидания по поводу доходности в период спада значительно быстрее, чем венчурные капиталисты, предполагая, что, по крайней мере теоретически, они являются источником существенно более дешевых денег. Пока венчурные капиталисты все еще витают в облаках и мечтают о возврате вложенных средств в десятикратном объеме, «ангелы» уже умеряют свои притязания. Многие из них соглашаются на двух- или пятикратную отдачу.

Сообщество «бизнес-ангелов» является важным источником финансирования начинающих компаний. В Европе оно пока еще незрелое, но развивается, невзирая на спад. Данная форма инвестирования особенно привлекательна в период кризиса на публичных рынках, поскольку частные инвесторы имеют большие возможности для контроля. Даже в случае потери денег они смогут утешить себя тем, что действовали на свой страх и риск, а не заплатили за это профессиональным инвесторам. Убытки, понесенные в последние годы, заставили «ангелов» стать более избирательными в своих инвестициях. Лэнг признает, что стал «более скептически относиться к жизнеспособности конкретной идеи. Раньше люди говорили: “Интернет велик, мы поставим на Интернет, следовательно, мы приобщимся к его величю”. Сегодня вам придется гораздо более обоснованно доказывать мне, почему мы сможем получить долю на рынке».

Джиаampaоло добавляет: «Вы можете быть молодым и способным, но вы не можете быть молодым и мудрым. Как ни унижительно, но мне пришлось получить горькие уроки, инвестируя в эпоху “мыльного пузыря”». Результаты, к которым он пришел, заставили его вернуться к своим «истокам»: «Я не

собираюсь вкладывать свои средства в людей, которых я не знаю. Хотелось бы для начала выслушать обстоятельный рассказ инвесторов, которые уже финансировали этих предпринимателей. И мне не интересно, что кто-то основал девять компаний. Я более охотно послушаю историю о том, как он преодолел трудные времена».

## Ссылки

**Европейская сеть «бизнес-ангелов»** [www.eban.org](http://www.eban.org)  
(European Business Angel Network)

Сайт содержит информацию об организации, а также ссылки на сайты других национальных сетей (пока их список не столь полный)

**Национальные сети «бизнес-ангелов»** [www.nationalbusangels.co.uk](http://www.nationalbusangels.co.uk)  
(National Business Angel Networks)

Национальная сеть «бизнес-ангелов» Великобритании, финансируемая правительством

**Сеть частных инвесторов Великобритании** [www.picapital.co.uk](http://www.picapital.co.uk)  
(UK private investor network)

**Большой восточный инвестиционный форум (Great Eastern Investment Forum)** [www.geif.co.uk](http://www.geif.co.uk)  
Кембридж, Великобритания

**Мюнхенские «бизнес-ангелы» (Munich angels)** [www.munichnetwork.com](http://www.munichnetwork.com)  
Великолепную коллекцию ссылок на сайты, содержащие информацию о германских «бизнес-ангелах», можно найти на сайте TBG [www.tbgbonn.de](http://www.tbgbonn.de)

**Британская ассоциация венчурного капитала (British Venture Capital Association)** [www.bvca.co.uk](http://www.bvca.co.uk)

**Французские сети** [www.leonardofinance.fr](http://www.leonardofinance.fr)  
[www.croissanceplus.com](http://www.croissanceplus.com)  
[www.franceangels.org](http://www.franceangels.org)

## Сравнение «бизнес-ангелов» и венчурных капиталистов

### «Бизнес-ангелы»

#### *Достоинства*

- ◆ Финансируют предприятия на ранних стадиях.
- ◆ Зачастую обладают деловым опытом и знанием отрасли.
- ◆ Демонстрируют увлеченность делом и приверженность взятым на себя обязательствам.
- ◆ Зачастую могут (или не могут, см. ниже) оказать более значительную поддержку менеджерам финансируемой компании в неблагоприятный период.
- ◆ Не акцентируют внимание на выходе. Планы носят более долгосрочный характер.
- ◆ Оперативны.
- ◆ Менее подвержены влиянию сиюминутной моды на сферы инвестирования.

#### *Недостатки*

- ◆ Располагают ограниченными ресурсами.
- ◆ Могут запаниковать, когда их богатство начнет таять.
- ◆ Могут оказаться назойливыми идиотами, которым просто нечем заняться.

### Венчурные капиталисты

#### *Достоинства*

- ◆ Поддержка со стороны солидной венчурной фирмы обеспечивает доверие к компании.
- ◆ Располагают более значительными средствами.
- ◆ Обладают более широкими связями (во всяком случае, если речь идет о ведущих венчурных капиталистах).
- ◆ Будучи профессиональными инвесторами, менее подвержены панике (хотя возможны и исключения) в случае ухудшения ситуации.

#### *Недостатки*

- ◆ Менее склонны к финансированию компаний на ранних стадиях.
- ◆ Акцентируют внимание на выходе и доходах инвесторов фирмы.
- ◆ Зачастую не обладают деловым опытом.
- ◆ Инвестиционный процесс трудоемок.

## Корпоративные венчурные капиталисты

*Корпорации не краснеют...*

Приписывается Хауэллу Уолшу

Как саркастически заметил один европейский венчурный капиталист, корпоративные фонды венчурного капитала работают по принципу LIFO: «последним вошел, первым вышел» (last in, first out). Употребляя этот бухгалтерский термин, он имел в виду склонность корпораций к вступлению в венчурный бизнес в самые неудачные моменты цикла. Из-за подобного поведения корпорации заслужили репутацию поставщиков «глупых денег», а также определенное презрение со стороны «профессиональных» венчурных капиталистов.

«Корпоративная венчурная деятельность» является достаточно емким термином, охватывающим множество видов операций. В самом широком смысле это выражение означает осуществление миноритарных инвестиций одной компании в другую. Для предпринимателя, которому требуются денежные средства, самые благоприятные возможности предоставляют внутренние венчурные фонды или отделения (inhouse venture funds), доля в которых не продается сторонним лицам и организациям. Они создаются крупными корпорациями для финансирования перспективных начинающих компаний, возникших за пределами корпорации. Корпорации могут иметь множество мотивов для подобной деятельности, начиная от соблазна получения прибыли на растущих рынках и заканчивая стратегическими целями, такими как получение доступа к новым технологиям. Корпорации могут послужить полезным источником капитала для молодых компаний, поскольку вместе с финансированием подопечные компании получают поддержку в виде бренда корпорации, полезных клиентов, поставщиков, а также связей в коммерческих кругах. Однако, наряду с достоинствами, следует сознавать и ограничения, накладываемые данным источником капитала.

Корпоративные венчурные фонды в массовом порядке ринулись в «новую экономику» в конце 1990-х годов. Поддавшись искушению моды и соблазнившись потенциально высокими доходами финансовых инвесторов, корпорации сами загнали себя в ловушку, поскольку пришли слишком поздно и были вынуждены переплачивать за неудачные компании на перегретом рынке. В период «мыльного пузыря» ущерб был усугублен еще и тем, что многие корпоративные фонды вкладывали значительные средства на поздних этапах (раундах) финансирования, когда оценки оказывались особенно завышенными. Это, в свою очередь, сделало крах еще более болезненным.

В результате количество желающих заработать «легкие» деньги заметно поубавилось. Убытки росли, и если раньше акционеры считали наличие венчурного фонда в активе корпорации приятным дополнением к основной деятельности, то теперь это стало восприниматься скорее как излишнее бремя, отвлекающее ресурсы от основного бизнеса и снижающее прибыль.

В США треть корпоративных фондов, действующих в сентябре 2000 г., годом позже уже успела прекратить свою поддержку начинающих компаний, и общая инвестиционная активность, согласно исследовательскому агентству Venture Economics, снизилась на 80%. Тот факт, что венчурный бизнес перестал вызвать всеобщий интерес, лишь усиливал страх. Для венчурных капиталистов убытки, по крайней мере теоретически, являются частью игры. Для корпоративных участников венчурного бизнеса убытки требуют более серьезного оправдания. «Большинство корпораций не специализируется на инвестициях, что и приводит к убыткам», — заявил Майк Волпи, ведущий специалист Cisco.

Молодым компаниям, стремящимся получить доступ к корпоративному венчурному капиталу, следует задуматься о некоторых принципиальных различиях между корпоративным источником финансирования и «обычными» венчурными фирмами. Во-первых, очевидно, что этот источник является значительно более непредсказуемым. Партнеры венчурного фонда с ограниченной ответственностью вкладывают свои средства на срок от десяти и более лет, в то время как корпоративный партнер с ограниченной ответственностью часто может выйти из игры в мгновение ока. Корпорации с продолжительной историей инвестирования, такие как Intel Capital, SAP и Siemens, скорее всего, окажутся более надежными партнерами. Однако бренды сами по себе не являются гарантией долгосрочности вложений. Dell Ventures, венчурное отделение Dell Computer, было хорошо организованной группой, однако непостоянство доходов (огромная прибыль в благоприятные времена почти мгновенно сменилась непомерными убытками при перемене настроения на рынке), напугало руководство компании. Наряду с неэффективной системой вознаграждения это привело к отказу от продолжения венчурной деятельности.

Когда корпорация решает прикрыть свой венчурный отдел, это не просто лишает портфельную компанию источника денежных средств, но и зачастую приводит к появлению нового собственника компании, а это разрушает нефинансовые аспекты взаимоотношений. Некоторые компании распродали часть своих технологических портфелей так называемым вторичным фондам, специализирующимся на покупке прямых инвестиций у организаций.

В то время как цели венчурной фирмы довольно ясны — получение значительного прироста капитала за определенный период времени, — побудительные мотивы корпораций значительно более сложны. Их устремления могут охватывать получение дополнительных денежных средств, доступ к новым «прорывным» технологиям, увеличение продаж или просто следование моде. Многие корпорации движимы комбинацией «финансовых» и «стратегических» целей. Однако что означает термин «стратегические» и как эти две различные группы целей сочетаются друг с другом? Зачастую корпорациям приходится поломать голову над этой проблемой.

В широком смысле целью стратегических венчурных инвестиций корпорации является вклад, который она вносит в свое собственное развитие. Корпоративный венчурный бизнес входил в круг интересов Ника Эрла, англичанина, обладающего талантом в области маркетинга, который руководил интернет-бизнесом компании Hewlett-Packard в конце 1990-х годов. Во время этого «замечательного пиршества» в Кремниевой долине — где он проживал в роскошном доме в Атертоне с 25 картинами Пикассо, привезенными им из Европы и охраняемыми специально нанятыми снайперами, — он наблюдал также за внедрением модной тогда системы *кейрецу*; принятой в компаниях электронной коммерции, в рамках венчурной структуры. Эрл говорил: «Результативность моей игры в сфере собственного капитала была не так уж важна... Меня оценивали в соответствии с количеством заказов. Компания Hewlett-Packard просто хотела утвердиться в Интернете». Инвестиции венчурной структуры Hewlett-Packard включали вложение в размере 10 млн долл. в сеть интернет-кафе EasyEverything, поскольку Эрлу «просто нравился» греческий бизнесмен Стелиос Хаджи Иоанноу и он верил, что «ему все удастся». По утверждению Эрла, венчурная структура за 12 месяцев принесла Hewlett-Packard 500 млн долл.

В то же время «стратегический выигрыш» можно понимать в достаточно широком смысле. Компания Intel Capital еще в начале 1990-х годов предпринимала инвестиции по всему миру (от Санта-Клары в Калифорнии до Китая) и финансировала любые проекты, способствующие использованию персональных компьютеров. Таким образом, компания действовала согласно правилу «рассылай и молись» (*spray and pray*).

В период спада корпоративные венчурные структуры, инвестирующие исключительно по финансовым соображениям, испарились. Рынок изменил направление своего движения, и они обнаружили, что производить инвестиции труднее, чем они ожидали. Венчурные отделения, существующие исключительно по стратегическим соображениям, оказались



более жизнеспособными. Однако во главе корпорации должно стоять руководство, осознающее их важность. А кроме того, здесь не обойтись без «желудка», достаточно крепкого, чтобы переварить убытки. В идеале сотрудники такой структуры должны обладать навыками работы в сфере венчурного бизнеса, а также ясным пониманием стратегических задач самой корпорации.

Кроме всего прочего, предприниматель должен иметь представление о механизмах венчурной деятельности корпорации. Существует множество различных моделей. Корпорация может создать некое подобие венчурного фонда, работающего в рамках обособленной структуры и управляемого профессиональной командой. Применяются и менее формальные подходы, когда правление просто выделяет определенную сумму денег (причем решение об этом может быть также быстро отменено) и венчурной деятельностью занимается несколько человек, которые посвящают ей лишь часть своего рабочего времени.

В Европе возникли различные гибридные структуры. Один из самых амбициозных замыслов представляла такая организация, как b-business partners. Проект был реализован в марте 2000 г. несколькими ведущими шведскими компаниями, связанными с империей Валленбергов, такими как Investor, АВВ и другие. Первоначально была организована общеевропейская структура, располагающая 1 млрд евро, для инвестирования в предприятия электронной коммерции (позднее она перешла на финансирование «реальных» технологий). При этом она была организована как компания, а не как фонд. В духе времени предполагалось, что организация начнет действовать в течение трех лет. По своему положению она находилась где-то между венчурной фирмой в чистом виде и корпоративным венчурным фондом. Корпоративная поддержка позволяла проводить серьезные технические предварительные исследования (процедуру «дью дилидженс»), а также обеспечивала доступ к влиятельным клиентам. Каждая сделка должна была финансироваться одним из владельцев пая. Идея была изящной, но трудновыполнимой. Обладал ли инвестор каким-либо реальным влиянием на работников организации, принимающих, например, решения о покупке? Тот факт, что фонд не зависел от кошелька одной-единственной корпорации, казался привлекательным, однако уже в начале 2002 г. АВВ столкнулась с проблемами и была вынуждена вернуться к своей основной деятельности, продав свою долю компании Investor.

Другим важным фактором является место, занимаемое в корпорации венчурной структурой, а также место в корпоративной иерархии того лица, которому непосредственно подотчетны работники этой структуры. Если таковым является главный исполнительный директор всей компании,

это о многом говорит. Группы, имеющие безусловную и долгосрочную поддержку со стороны правления, как правило, являются более успешными. Члены правления должны понимать особенности венчурного процесса (убытки появляются задолго до получения прибыли). Кроме того, они должны быть в состоянии оценить стратегические и финансовые выигрыши. Между тем процесс принятия решений в корпорациях связан с куда большими бюрократическими препонами и требует куда более длительного времени, чем в небольшом венчурном товариществе. Европейские начинающие компании иногда получают поддержку со стороны региональных отделений крупных американских корпораций, что не мешает процессу принятия решений затягиваться на многие недели, поскольку некоторые американские боссы зачастую отвергают предлагаемые сделки.

Еще одной проблемой корпоративных венчурных структур является система вознаграждения и уровень сотрудников. В период «мыльного пузыря» корпорации привлекали для венчурной деятельности не слишком квалифицированных людей. Однажды из уст одного корпоративного работника прозвучала следующая «оценка» квалификации его коллеги по венчурной деятельности: «Он работал в Instead одновременно с Джулией Мейер [основательницей First Tuesday]». Любопытно, что в период интернет-бума корпоративные венчурные структуры отчасти задумывались в качестве механизма для привлечения талантов. Сотрудникам венчурного отдела предоставлялась возможность работать в условиях, поощряющих предпринимательские усилия и обеспечивающих достойное вознаграждение. В более спокойные периоды возникает другая проблема: лучшие специалисты желают работать на самых «горячих» участках венчурного бизнеса, а не на очевидной периферии. Еще одно затруднение, возникающее при поиске квалифицированных специалистов, заключается в несовместимости корпоративной иерархии с системой долевого участия в прибыли (см. главу 2). Если дела идут хорошо, работники венчурного отделения в условиях долевого участия могут зарабатывать больше, чем генеральный директор, что создавало бы неприемлемый дисбаланс. Еще одна трудность состоит в вознаграждении сотрудников организации, работающих за пределами венчурного отделения, которые также внесли свой вклад в достижения отделения.

Это может привести к неожиданным проблемам. Леннарт Рамберг из Altitun, шведской начинающей компании в сфере оптических технологий, вспоминает неожиданные трения с Telia, шведским телекоммуникационным оператором, который в январе 2000 г. предпринял инвестицию в компанию. Компания Altitun готовилась заключить сделку

с ADC Telecommunications с целью продажи своей продукции на сумму 832 млн долл. (это был бы рекорд в шведской истории). Однако кто должен поставить свою подпись со стороны Telia? Найти кого-либо для внесения заключительной подписи было невозможно. Одно ответственное лицо из Telia заявило: «Я, вероятно, не испытываю такого энтузиазма по поводу этой сделки, как вы. И вообще, я отправляюсь спать». По наблюдению Рамберга, «система поощрения, если она вообще присутствовала, была совершенно порочна». Было бы несправедливым заявить, что в системе корпоративного бизнеса нет хороших специалистов, однако эффективным работникам, работающим в крупных корпорациях, требуются, помимо всего прочего, политическое чутье и способность влиять на решения своей организации.

## Как использовать эту возможность

### *При выборе корпоративного венчурного инвестора постарайтесь выяснить его цели*

Насколько ясны их цели? Один работник недавно сформированной корпоративной венчурной структуры изумленно заявил: «Нам потребовались две недели активных усилий на изучение компании. Они же все двадцать минут нашей встречи потратили на вопросы о том, как мы работаем. Это просто забавно». Ясность на этой стадии поможет и в дальнейших отношениях. Если объяснения кажутся вам туманными, вероятно, ваша дальнейшая совместная работа будет нелегкой.

### *Понимание ваших собственных целей*

Чего вы в действительности хотите? Поддержки со стороны известной организации? Или же вы стремитесь добиться благосклонности труднодоступных клиентов? А может быть, получить доступ к каналам распределения? Очевидно, что речь идет не только о получении денежных средств.

Многие молодые компании привлекают корпоративные деньги лишь для «декоративных» целей, что подчас является вполне разумным мотивом. Даже самые перспективные из начинающих компаний значат очень мало за пределами достаточно узкого круга, а громкие бренды ведущих венчурных фирм едва ли широко известны в Европе. Поддержка же со стороны крупной технологической корпорации может послужить хорошим сигналом для клиентов, поставщиков, будущих работников и инвесторов. Тем не менее

молодой компании, стремящейся к более тесным отношениям со своим инвестором, следует помнить, что инвестиция со стороны венчурного отделения корпорации далеко не всегда пролагает прямую дорожку к офису ее генерального директора.

Некоторые корпоративные венчурные капиталисты сначала предпринимают инвестицию, а уже потом начинают продвигать предприятие на рынок. Они используют обещание будущей поддержки в качестве козырной карты на переговорах, пытаясь добиться более выгодных финансовых условий. Находятся и венчурные капиталисты, которые протягивают руку помощи на более ранней стадии. «Мы разделяем эти два процесса. Нам, определенно, нравится производить добавленную стоимость, даже если мы не предпринимаем инвестицию», — утверждает Диана Ноубл, генеральный директор венчурной фирмы Reed Elsevier Ventures, венчурного подразделения англо-голландской медиагруппы.

### *Обращайтесь к опыту других компаний из портфеля корпорации*

Выполняет ли венчурный капиталист свои первоначальные обещания? Несомненно, выгодно иметь в числе своих клиентов или каналов распределения корпорацию. Особенную пользу это приносит во времена спада, когда не так-то просто побудить корпорацию приобретать начинающие компании. По большей части, им просто не до этого, и они будут весьма придирчиво присматриваться к кандидатам на покупку. Марк Зюгель из Allianz Venture Partners заявляет, что часто на продажу небольшой фирмы крупной корпорации уходит год-полтора. По его утверждению, AVP может сократить этот процесс до 3–6 месяцев.

Доступ к развитым международным каналам распределения весьма пригодится начинающему предприятию, имеющему глобальные притязания. Однако вам нужно представлять себе, как вы собираетесь добиваться своей цели. Помните, что работники венчурной корпоративной структуры не могут принимать решения за корпорацию, даже если вы поддерживаете с ними непосредственную связь.

Разумеется, далеко не всегда удается добиться желаемого. Глобальная консультативная группа Accenture в 2000 г. обязалась вложить в венчурный бизнес 1 млрд долл. Двумя годами позже ее расходы составили 200 млн долл. Группа прекратила свою деятельность в этой области и продала основную часть портфеля компании CIBC. Первоначальный план состоял в использовании бренда Accenture для обеспечения потока сделок. Консультанты же группы должны были предоставлять мелким компани-

ям, работающим в области программного обеспечения, ценный канал для распространения продукции. Воплотить же этот план в жизнь оказалось не так-то просто. Точно также принципы глобального управления ресурсами, действующие в крупной корпорации, далеко не всегда применимы к мелким предпринимательским фирмам.

### *Изучите динамику структуры*

Разузнайте побольше о процессе принятия решения. В крупных корпорациях он куда менее оперативен, чем в венчурных фирмах. Джон Тайсон, в свое время предпринявший от имени агентства Reuter успешную инвестицию в сайт Yahoo, вспоминает, что для утверждения сделки ему понадобилось 30 подписей. Обычно сетуют на трудности с получением заключительной подписи. Стоит только решить, что цель уже достигнута, как неожиданно «всплывает» еще одна фигура, которая также должна выразить свое отношение к сделке, а возможно, и наложить на нее вето. Кто принимает окончательное решение? Это делает группа, которая управляет фондом, или же требуется участие других менеджеров? Чего они хотят? Некоторые корпоративные венчурные работники финансируют предприятия, продукцию которых ни за что не стали бы использовать их коллеги. Другие в качестве основы для принятия решения используют результаты технической процедуры «дью дилидженс».

### *Добивайтесь, чтобы корпоративный венчурный капиталист в правлении вашей компании вносил полезный вклад*

Корпоративные венчурные капиталисты часто хотят иметь своих наблюдателей в подопечных компаниях. Таким образом, они пытаются убедиться в выполнении директором своих обязательств. Однако квалифицированный специалист может привнести свое видение рынков и глобальных тенденций. Один предприниматель, финансируемый корпорацией Intel Capital, вспоминает, что представитель Intel в правлении выполнял скорее роль оперативного менеджера, чем простого наблюдателя. «Название его должности изменялось раз в три месяца. Было не так-то просто определить, чем он занимается. Однако его суждения по поводу маркетинга были очень ценными», — рассказывает предприниматель. Вместе с тем побеспокойтесь и о конфиденциальности. Возможно, наблюдателя не стоит приглашать на некоторые встречи, особенно если вы рассматриваете продажу своей компании корпорации.

## *Ищите верное сочетание*

Начинающие компании часто стремятся найти удачное сочетание традиционного венчурного капиталиста и корпоративного венчурного капиталиста. Как заявляет Майк Вольпи из Cisco System: «Умный венчурный капиталист выберет верное сочетание венчурных капиталистов и корпоративных инвесторов». Многие корпоративные венчурные капиталисты не станут брать на себя роль лидеров раунда финансирования. Скорее они примут участие в венчурном синдикате и доверятся уважаемой венчурной фирме. Однако они будут задавать сходные вопросы и гордиться (справедливо или нет) своим «профессиональным подходом».

Лондонской школой бизнеса было проведено исследование публичных предложений предприятий, финансируемых венчурным капиталом, за период с 1998 по 1999 год (Maula and Murray, 2002). Оказалось, что предприятия, финансируемые одновременно корпоративным инвестором и венчурной фирмой, получали более высокие оценки, чем предприятия, финансируемые только венчурными капиталистами или только корпорацией. Авторы исследования полагают, что одной из причин является снижение возможностей для конфликта интересов в случае наличия многих инвесторов. Естественно, не всегда два типа инвесторов живут «душа в душу». Некоторые венчурные капиталисты испытывают сильное предубеждение против корпоративных венчурных капиталистов, которые слишком часто затягивают принятие решения и не вовремя вносят средства.

## *Подумайте о возможном конфликте источников*

Не ограничит ли выбор корпоративного венчурного капиталиста вашу клиентскую базу вследствие конкуренции? Не станут ли две компании прямыми конкурентами? Так произошло, когда медиакомпания Real Network получила внушительную инвестицию от Microsoft. Сотрудничество закончилось ничем, когда компания Microsoft выпустила собственное конкурирующее программное обеспечение.

Не окажутся ли возможности выхода ограниченными, поскольку вам запрещено продавать компанию конкуренту корпорации? Внимательно ознакомьтесь с перечнем условий. Если в инвестировании участвуют другие венчурные капиталисты, то они будут на вашей стороне, так как едва ли они согласятся поставить свое положение под угрозу.

Имеются ли другие деликатные вопросы, связанные с конкуренцией? Одна компания, пережившая вскоре после IPO резкое падение цены на свои

акции, использовала в своей работе сервер конкурента своего венчурного инвестора. Тот в сердцах продал акции компании по весьма невыгодной для себя цене.

Иногда наличие корпоративного инвестора может ограничить вашу свободу и в более широком отношении. Корпорации зачастую весьма болезненно относятся к использованию своего бренда. Когда развлекательный сайт Lastminute.com начал предлагать меховые наручники\*, в руководство компании немедленно позвонили из корпорации Intel, являвшейся одним из самых первых инвесторов проекта. Как было заявлено, подобного рода деятельность противоречит условиям соглашения (при этом было непонятно, каким именно). В ответ в адрес Intel пришла пара наручников от Lastminute, намекающих на то, что Intel «сковывает» маленькую компанию.

И все же помощь лучших корпоративных венчурных капиталистов может обеспечить немало преимуществ начинающим компаниям. Эффективные взаимоотношения требуют двухстороннего движения. Вы должны быть уверены в том, что у вас есть серьезные мотивы для обращения к корпорации. Важно, чтобы корпоративный инвестор видел в ваших отношениях стратегический интерес. Слишком многие компании воспользовались корпоративными подачками, не особо задумываясь над упомянутыми вопросами, и, в конце концов, пожалели об этом.

## Библиография

- Маккай, С.** (originally published 1841) *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, (1995 edn.) Wordsworth Editions Ltd, Hertfordshire.
- Maria, M. and Murray, G. C.** (2002) Corporate Venture Capital And The Creation of US Public Companies: The Impact of Sources of Venture Capital on The Performance of Portfolio Companies. In Hitt, M. A., Amit, R., Lucien, C., Nixon, R. D., (eds) *Creating Value: Winners in the New Business Environment*, Oxford, Blackwell.

## Ссылки

**Корпоративные венчурные капиталисты**

[www.evca.com](http://www.evca.com)

[www.intel.com/capital](http://www.intel.com/capital)

[www.corporateventinguk.org](http://www.corporateventinguk.org)

\* Наручники, подбитые мехом. Этот товар обычно продается в секс-шопах, чем и объясняется возмущение Intel. — *Прим. пер.*

ЕСЛИ ЭТА ШТУКА ДЕЙСТВИТЕЛЬНО РАБОТАЕТ,  
Я СЧАСТЛИВ. НО НЕЖЕЛАТЕЛЬНО, ЧТОБЫ  
КТО-НИБУДЬ ИЗ ИНВЕСТОРОВ ВИДЕЛ ЕЕ.





ЧАСТЬ ВТОРАЯ

# Процесс



## А годитесь ли вы для венчурного капитала?

Ты, правда, многим рисковал; Но так и надо — ради крупной ставки\*.

Байрон, *«Марино Фальеро»*, 1821 г.

ЛЕТОМ 1999 г. Эрнесто Шмидт, молодой консультант в области менеджмента, принялся обивать пороги венчурных фирм в надежде найти деньги на свой проект музыкального сайта. Ему нужно было собрать 20 млн долл. В итоге полученная сумма превысила запланированную в пять раз. Пока же был написан лишь бизнес-план и набрано четыре сотрудника, двое из которых работали полный рабочий день совсем в других местах. Сайт начал функционировать четыре месяца спустя, сразу по окончании первого раунда финансирования. Шмидт, которому было не занимать уверенности в себе, признался мне двумя месяцами позже, что половина венчурных капиталистов просто отмахнулась от него. Оставшиеся сумели преодолеть замешательство и изъявили готовность выложить деньги за хорошее видение.

В течение примерно 18 месяцев — с начала 1999 г. и до лета 2000 г. — венчурный капитал в Европе был фактически «бесплатным», поскольку венчурные капиталисты вливали свои средства в начинающие компании на основе головокружительных оценок. Джон Бейтс, работавший в свое время генеральным директором в ряде начинающих компаний, финансируемых венчурным капиталом, ныне преподает в Лондонской школе бизнеса. Темой его лекций является оценка бизнес-планов с целью привлечения денежных средств. Когда я спрашиваю его, чему он учит своих студентов, он только

\* Вурон. Marino Faliero, (пер. Г. Шенгели). — *Прим. пер.*

смеется и утверждает, что «никак не может вспомнить». Спад заставил венчурных капиталистов вернуться к более естественной практике «дорогих денег», которые не так просто получить. Нередко слышишь сетования предпринимателей, что теперь венчурный капитал для них недоступен. Многие из них в свое время имели достаточно наивное представление о сути венчурного процесса. Зачастую венчурный капитал привлекался только вследствие своей дешевизны, и лишь позднее выяснялось, что все не так просто. «Мыльный пузырь» привлек бесчисленное множество неопытных инвесторов, которые, по невежеству или самонадеянности, вели себя крайне непрофессионально. Однако многие стабильные венчурные фирмы в свое время также не скупилась на щедрые обещания подопечным предпринимателям. И все же уже в следующее мгновение им пришлось в панике отказаться от своих обещаний и ввести драконовские условия финансирования. Это вбило клин между двумя сторонами, которые, как предполагалось, должны находиться друг с другом в партнерских отношениях.

## Актуальные вопросы

Вступая в отношения с венчурным капиталом, предприниматель должен ясно представлять себе, на что он идет. Ему следует осознавать преимущества, которые он получит в обмен на часть собственного капитала своей компании. Но от него нельзя скрывать и связанные с этим проблемы. Мудрый венчурный капиталист понимает, что не в его интересах с самого начала вводить в заблуждение предпринимателя, которого он финансирует. «Не берите наши деньги, если вы хотите спокойной жизни», — заявил один инвестор, резюмируя особенности венчурного бизнеса. — Однако венчурный капитал позволяет добиться максимального роста при помощи собранных средств».

### Почему предпринимателя может заинтересовать венчурный капитал?

Если вы считаете венчурных капиталистов алчными хищниками, прибирающими к рукам львиную долю собственного капитала вашей фирмы и постоянно вмешивающимися в ваши дела, а все остальное время мечтающими изгнать вас из вашего собственного детища, то венчурный капитал — не для вас. Однако если вы позволяете себе помечтать и верите, что вы создадите нечто подобное Cisco Systems или Genentech или

хотя бы более скромную, но быстрорастущую компанию, то венчурный капитал является едва ли не единственным средством достижения ваших целей.

В своем идеальном воплощении венчурный процесс представляет собой партнерство. Как вы, так и ваш инвестор нацелены на создание более крупного, быстрорастущего предприятия. Главный аргумент венчурного капиталиста, убеждающего вас расстаться с частью собственного капитала, состоит в том, что лучше обладать небольшой частью большого пирога, чем большей частью маленького пирога. Банкира следует спрашивать, сколько денег он готов вам одолжить, у потенциального же венчурного капиталиста нужно поинтересоваться, сколько денег он вам заработает. В обязанности венчурного капиталиста не входит управление за вас вашей же компанией, но если он квалифицированно выполняет свою работу, то он предоставляет в ваше распоряжение свой опыт эксперта, который позволяет ему подмечать закономерности — как на уровне вашей компании, так и на уровне отрасли, — которые, возможно, не бросаются вам в глаза. Он должен привлекать свои обширные связи, оказывая поддержку в самых разнообразных сферах: от продаж до поиска сотрудников. Он должен поддерживать дисциплину и способствовать концентрации усилий, помогая вам увеличить размер «пирога». Однако вам следует удостовериться в приемлемости предложенных условий, а также выбрать хорошего инвестора. Слишком часто венчурные капиталисты отказываются от поддержки предпринимателя, поскольку он не в силах предложить разумное использование вложенных средств.

Серьезным испытанием для венчурного капиталиста является работа с предпринимателем, для которого текущая сделка не является первой и который сам по себе неплохо обеспечен. Так, уже упомянутый Джим Кларк обращался за поддержкой к Kleiner Perkins, когда ему требовалась помощь в финансировании его второй (Netscape) и третьей (Healthon) компаний «на 1 млрд долл.». Очевидно, он считал, что с венчурными средствами он преуспееет больше, чем без них.

## На какой стадии венчурный капиталист произведет инвестицию в мою компанию?

Цикл финансирования молодых компаний, получающих финансирование со стороны венчурного капитала, выглядит следующим образом.

**1. «Семенная», или «посевная», стадия (seed stage).** Начало жизненного цикла компании. Период, когда она разрабатывает образцы продукции и бизнес-план.

*Кто инвестирует:* друзья, семья, «бизнес-ангелы», специализированные поставщики «семенного капитала» (seed capital), венчурные капиталисты (когда рынок переживает настоящий бум).

**2. Начальная, или ранняя, стадия (start-up/early stage).** На этой стадии компания ведет разработку продукта, организует производство, проводит его испытания и изучает реакцию потребителей при проведении первых продаж.

*Кто инвестирует:* венчурные капиталисты, в зависимости от момента делового цикла, а также отдельные «бизнес-ангелы».

**3. Рост (growth).** Компания производит продажи (а на «медвежьем» фондовом рынке ей нужно продемонстрировать прибыльность), однако ей требуется большой объем капитала, например, для разработки других видов продукции, наращивания производственного потенциала или выхода на международный уровень.

*Кто инвестирует:* венчурные капиталисты, корпорации и банки на «бычьем» рынке.

**4. Предшествующий первоначальному публичному предложению (Pre-IPO), или мезонинный, раунд финансирования (mezzanine round).** Данная форма финансирования имеет место, когда рынок открыт для первоначальных публичных предложений (IPO). В период бума мезонинный раунд представляет собой **промежуточную стадию финансирования**, поскольку на публичный рынок выходят компании, обладающие небольшим числом клиентов и несущие значительные убытки.

*Кто инвестирует:* венчурные капиталисты, корпорации, банки, «перекрестные» фонды (crossover funds) (занимающиеся как прямым инвестированием, так и вложениями в широко обращающиеся акции). На этой стадии инвесторы, надеющиеся на быстрый возврат своих денег посредством IPO, могут предоставить свои деньги, однако, соответственно, они приносят лишь незначительную добавленную стоимость.

**5. Первоначальное публичное предложение (initial public offering — IPO).** Выход на публичные рынки. Когда рынки «настроены» на IPO, это дает венчурным капиталистам возможность «выхода», а предпринимателям — возможность продать часть своей доли (более вероятный исход — это продажа компании крупной корпорации).

*Кто инвестирует:* крупные публичные организации и мелкие инвесторы.

Герой американского мультфильма Майк Дунсбери так объяснял логику Интернета своей дочери: «Прибыльность — это для зануд. Это означает, что ваш бизнес-план не был достаточно агрессивен. Нет ничего плохого в больших убытках, если это входило в ваши планы». Стадия, на которой венчурный капиталист приступает к инвестированию, как мы видели,

в значительной степени зависит от состояния делового цикла. На вершине цикла возбужденные толпы инвесторов вкладывают деньги в самые ранние и наиболее рискованные стадии существования компаний, выбрасывая миллионы на непроверенные технологии — по оценкам, весьма выгодным для предпринимателей. Когда рынок меняет направление движения, венчурные капиталисты «задраивают люки», и получение прибыли становится *le dernier cri* (последним криком моды — франц.).

В этот момент критерии инвестирования (если оно вообще происходит) становятся весьма жесткими. Неожиданно венчурные капиталисты начинают желать всего и сразу: проверенных технологий, «звездных» команд менеджеров, а также прибыльности в ближайшей перспективе. И за все это они готовы заплатить на основе весьма скромных оценок. «Команда, технология, привлекательность продукта» — именно эти слова отныне становятся девизом венчурного бизнеса. Инвестиции начинают оттягиваться до более поздних стадий, что лишает венчурную игру привкуса рискованности. Резкое падение оценок, кроме всего прочего, предполагает, что инвесторы могут вкладывать средства в более развитые (и, следовательно, менее рискованные) компании и по оценкам, которые ранее относились лишь к компаниям на «семенной» или на начальной стадиях.

Другим критическим фактором, определяющим момент инвестирования, является размер фонда, находящегося в управлении. Едва ли компании Arah Partners, которая собрала 4,4 млрд евро для своего последнего фонда, имеет смысл производить инвестиции «порциями» в размере 1 или 2 млн евро. По утверждениям этой фирмы, она по-прежнему финансирует начинающие компании, однако планка поднята до невозможно высокого уровня: компания должна обеспечить прибыль на инвестицию в размере 100 млн долл. Во избежание напрасной траты времени поинтересуйтесь у генеральных директоров, юристов и т. д., какого рода сделками на самом деле занимается данный венчурный капиталист, и выберите инвесторов, действительно готовых к инвестированию на текущей стадии существования вашего предприятия.

## Как мне финансировать свою компанию, пока я не найду источник венчурного капитала?

Если предположить, что цикл венчурного капитала в данный момент не переживает бума, то ваша компания будет вынуждена пройти через традиционный этап для начинающего бизнеса — самообеспечение, или бутстрэппинг (bootstrapping). Это означает, что вы начинаете действовать, пользуясь любыми доступными средствами: кредитными картами, бан-

ковскими займами, второй ипотекой. Многие молодые технологические компании на этом этапе подрабатывают консультациями. И, уж конечно, вам не избежать финансирования при помощи выручки от продаж вашим клиентам. Начинающие компании часто совершают ошибку, пытаясь усовершенствовать продукцию до начала работы. Этого не следует делать. Вам нужно сначала «выйти» на клиента. И только после этого вы сможете внести коррективы в вашу продукцию в соответствии с требованиями покупателей.

Если вы решили продать доли в собственном капитале, вы располагаете тремя возможными адресатами для подобного предложения: друзья, семья и глупцы (так называемая система 3F: friends, family, fools). В качестве важного альтернативного источника выступают «бизнес-ангелы» (см. главу 6). Инкубаторы — хотя они и запятнали свою репутацию малокомпетентными действиями в период интернет-бума — при правильном подходе также имеют свои достоинства. Это отдельная тема (*ниже* можно ознакомиться с некоторыми полезными ссылками). Пока можно дать оперативный совет: остерегайтесь уступать значительную долю собственного капитала (и, уж конечно, это не должен быть контрольный пакет). Вы должны ясно представлять себе, какого рода услуги вы получите взамен.

Хотя венчурные капиталисты ныне не так охотно вкладывают средства, в этом можно найти и положительные моменты. Бутстрэппинг на раннем этапе приводит к появлению более здоровых компаний. Как заметил один венчурный капиталист: «Это все равно, как если бы ваш папа подарил вам BMW в качестве первого автомобиля. Вы не будете ценить это приобретение в той же степени, как старенькую развалюху, купленную на первые заработанные вами деньги».

Некогда Маркус Ловелл Смит имел многомиллионную венчурную поддержку своих компаний. Последний же свой проект он финансирует при помощи бутстрэппинга и утверждает, что ощущает «большой творческий подъем без всякого ущерба для эффективности», хотя никто из команды, начиная от консультанта по дизайну и заканчивая специалистом по патентному праву, не получает оплаты.

## Что заставляет венчурного капиталиста инвестировать?

Люди, рынок и технология — какой из этих факторов является самым важным? Это напоминает спор между виноделами. Что в первую очередь определяет качество вина: место, искусство винодела или технология? Как бы то ни было, спор ведется яростный, и окончательный ответ едва ли возможен.



Многие венчурные капиталисты вам скажут, что в деле инвестирования самыми важными являются три элемента: люди, люди и еще раз люди. Сознательно или неосознанно они повторяют мысль, высказанную выходцем из Франции генералом Жоржем Дорио, профессором Гарвардской школы бизнеса, который участвовал в основании первого фонда прямых инвестиций American Research and Development (ARD) после Второй мировой войны. Он полагал, что сутью игры является верный выбор людей. В качестве примера фирмы, открыто декларирующей свою ориентацию на людей, можно привести также компанию Benchmark из Кремниевой долины, которая в свое время финансировала интернет-аукцион eBay.

В качестве противоположного примера можно вспомнить Дона Валентайна из компании Sequoia, финансировавшей Apple Computers, Atari, Oracle и Sisco. В свое время этот человек работал в фирме Fairchild Semiconductor и был одним из немногих людей в Кремниевой долине, кто еще на начальном этапе ее существования разбирался в технологиях: «Я инвестирую, в основном исходя из размера рынка, направления его движения, а также сути проблемы, которую компания собирается решить. Я всегда чувствовал, что выбор нужных людей является трудной задачей» (Gupta, 2000).

Любопытно, что венчурные капиталисты меняют свои умонастроения. Германн Хаузер, предприниматель, ставший венчурным капиталистом, лицо Кембриджа эпохи высоких технологий, утверждает, что на первое место он ставит рынок. «Если рынок не является достаточно крупным и важным, компания никогда не добьется успеха. Это большая перемена в моем отношении, поскольку раньше я отдавал первенство технологии». На втором месте, по его словам, стоят люди, и только на третьем — «к несчастью» для обладателя степени доктора в области физики и основателя Acorn — технология. Почему же он переменил свое мнение? Как объясняет один его коллега, это, по всей вероятности, связано с тем, что однажды его инвестиция потерпела крах, несмотря на наличие выдающейся команды и хорошей технологии, и все потому, что рынок рос недостаточно быстро.

В Европе существуют региональные различия. И относятся они не только к специализации на определенном секторе (мобильная связь в Балтийском регионе, оптическая электроника в Шотландии и компьютерная безопасность в Ирландии). Например, во Франции, с ее культом блестящих инженеров, инвесторов часто привлекают красота и изящество технологии (в ущерб коммерческому применению). В Германии венчурные фирмы в период спада стремились заполучить компании, надежность которых якобы обеспечивается глубокими научными разработками. Все это приводит к

своего рода предвзятости при выборе подопечных компаний. Не удивительно, что различия становятся тем более явными, чем меньше размер фонда и чем больше в его деятельности проявляется региональная специфика. В то же время все европейские венчурные капиталисты не так уж отличаются с точки зрения требований к людям, рынку и технологии.

## Люди

Инвесторы стремятся заполучить сильную (не обязательно полностью сформированную) и действенную команду менеджеров. Предприниматель-одиночка по большей части является мифом. Идеал инвесторов — это серийный предприниматель, окруженный сотрудниками, которые имеют опыт подобной работы, проявляют лидерские качества, спокойно относятся к риску, могут работать в условиях неопределенности и воплощать идеи. Да, они хотят всего этого. Однако им приходится признать, что подобные люди в Европе являются редкостью. Опыт руководящей работы считается определяющим критерием (это большой прогресс по сравнению с периодом бума, когда некомпетентность венчурных капиталистов была повсеместной).

## Рынок

Венчурные инвесторы желают заполучить большие возможности, т. е. большой, растущий (желательно, быстро) рынок. Крупный рынок, переживающий спад, представляется куда менее привлекательным, поскольку он оставляет куда меньше простора для ошибки. Бедствия, которыми обернулся бум в сфере Интернета, заставили с опаской относиться к рынкам, которых пока не существует. Ложные ожидания в отношении рынка были присущи не только творцам интернет-порталов, распространяющих корма для домашних животных, — ими были отмечены и многие компании в сфере так называемых «реальных технологий». Волна начинающих компаний в области оптических технологий по большей части была представлена предприятиями, основанными на сомнительных (не являющихся инновационными и уникальными) технических решениях. Ожидания основывались на взрывном спросе со стороны телекоммуникационной отрасли, который существующие поставщики не могли удовлетворить. Многие венчурные капиталисты не усвоили основательно уроки прошлых лет и все еще полны туманными рассуждениями о «возможностях роста».

Для венчурных капиталистов, работающих на глобальном уровне, «крупный рынок» предполагает оборот в миллиарды долларов за несколько

лет. По этой причине они ищут компании, способные к выходу на международные рынки. Кевин Комолли, генеральный партнер Accel Partners в Европе, утверждает: «В течение некоторого времени мы считали реалистичным следующий вопрос: “Может ли эта компания стать компанией на “1 млрд долл.” (в смысле рыночной капитализации)?” Теперь мы не верим, что подобные настроения вернуться снова, даже на ожившем рынке. В то же время фирма все еще нацелена на глобальный уровень. Недавно мы упустили хорошую возможность в Германии. Уверен, эта фирма станет очень крупным региональным бизнесом. Но мы хотим создавать компании с глобальным потенциалом».

Мелкие местные и региональные венчурные капиталисты имеют совершенно другие критерии, и, вполне возможно, их устроит компания, занимающая лидирующее положение на местном уровне. Так, английскую венчурную фирму Springboard интересуют относительно небольшие компании, которые, как предполагается, через семь лет будут стоить минимум 25 млн фунтов стерлингов (и обладать «нейтральными денежными потоками» через два года).

## *Технология (или продукция, или услуги)*

Как полагают венчурные капиталисты, лучшей компанией считается та, что обеспечивает простое решение серьезных и неотложных проблем и обладает сильной и прочной позицией на рынке. С самого начала спада предполагалось, что клиента нужно настроить на то, что покупка продукции фирмы является необходимой, а не просто желательной. Например, компьютерная программа должна обладать быстрой и верной окупаемостью. Кроме того, важен вопрос, существует ли приемлемый, но не слишком дорогостоящий путь на рынок. Возможно ли добиться этой цели при помощи венчурного финансирования, или же вам необходим штат 5 тыс. человек, дорогостоящие исследования и возможности развития, которыми располагают только крупные транснациональные компании? Является ли предприятие компанией или же просто придатком какой-нибудь другой компании?

Представление о том, что венчурные капиталисты нуждаются в блестящих идеях, — это не более чем миф. Лишь немногие финансируют действительно «прорывные» технологии. Что, на самом деле, больше всего интересует венчурных капиталистов (и в этом опять же проявляется их «стадная психология»), так это наличие команды менеджеров с опытом руководящей работы в «горячих» секторах.

## Финансирует ли венчурный капитал нетехнологические предприятия?

Продажу кормов для животных через Интернет едва ли можно отнести к технологическому бизнесу. Однако обаяние, исходящее от венчурного капитала, действительно связано тем, что он ассоциируется с высокими технологиями. Считается, что в технологической сфере вероятность быстрого роста наибольшая, а ведь именно он обеспечивает дополнительный прирост капитала, компенсирующий риск финансирования начинающих компаний. При этом часто забываются имевшие место кратковременные «мании» в других сферах, например в специализированных розничных сетях Великобритании в 1980-е годы — Waterstones (книготорговая сеть), My Kinda Town (сеть ресторанов), The Covent Garden Soup Company (компания по производству супов.).

Редко обсуждается законный вопрос, можно ли привлечь хотя бы часть венчурных капиталистов к финансированию областей, не приносящих столь высокие доходы. Ведущие венчурные капиталисты и в самом деле акцентируют свое внимание на технологиях. Тем не менее существуют и «универсальные» инвесторы. Так, компания 3i, которая, согласно некоторым оценкам, является крупнейшим в Европе поставщиком венчурного капитала, занимается финансированием начинающих компаний весьма широкого спектра. Региональные венчурные фонды, включая фонды, финансируемые правительством, также достаточно «всеядны». То же относится и к (оставшимся) кэптивным структурам финансовых групп.

Конечно, венчурных капиталистов интересует, является компания технологической или нет. Но еще более важный вопрос состоит в том, была ли эта отрасль связана с какой-то вчерашней «манией». Если так, то было бы нелогичным в будущем тратить на нее время. В течение месяцев и даже лет, после того как венчурные капиталисты потеряли свои «доткомовские» миллионы, их почта по-прежнему наводнена бизнес-планами интернет-компаний, которые прямоком направляются ими в мусорную корзину.

## Венчурные капиталисты часто твердят о каких-то «компаниях образа жизни». Имеются ли в виду компании по производству яхт в Антибе?

Нет. «Компания образа жизни» (life-style businesses) — страшный сон для венчурных капиталистов — представляет собой небольшую фирму с низкими темпами роста. Она приносит своему основателю стабильный доход, однако не дает инвестору никаких возможностей для выхода. С точки зрения

венчурных капиталистов, это делает такие фирмы совершенно бесперспективными. Если вы обладаете именно таким предприятием, у вас нет причин рассчитывать на получение венчурного капитала. Несоответствие целей является одной из причин для разногласий между венчурными капиталистами и предпринимателями.

Изысканная реклама ICFC (ныне 3i) в начале 1970-х годов изображала «двух бизнесменов, мистера Тортуаза и мистера Хара». Мистер Тортуаз потратил много лет на создание небольшой фирмы, которая была «очень надежной и устойчивой», но ей нужны были деньги на расширение. Мистер Хар также имел небольшую фирму, однако ее рост был «быстр и стремителен». Казалось, что для него сделать миллион за ночь — не слишком значительный прогресс. У мистера Хара было множество потрясающих идей. «Вы не потеряете свои деньги со мной». Компания ICFC в той рекламе — довольно экстраординарный поступок — решает, что оба предпринимателя «продемонстрировали правильное управление деньгами», и предоставляет средства им обоим. Реклама не рассказывает о том, что случилось дальше (Coorey and Clarke, 1995). По-видимому, мистер Тортуаз является владельцем «компании образа жизни», и в те дни он вряд ли мог рассчитывать на финансирование. Однако в сегодняшних условиях 3i, скорее всего, устоит и перед болтовней мистера Хара.

## Насколько дорого обходятся венчурные деньги?

Хотя венчурные капиталисты и стараются об этом не распространяться, при инвестировании на начальном этапе они обычно рассчитывают на годовую доходность примерно 40–60%. На первый (и даже на второй) взгляд это может показаться чрезвычайно высокой величиной. Вспомним, однако, что клиентом является институциональный инвестор. Возврат капитала в десятикратном объеме в течение пяти лет обеспечивается 60%-ной годовой доходностью. Это — без учета солидного вознаграждения, взимаемого венчурной фирмой. И, конечно же, подобная инвестиция будет весьма рискованной, поскольку 5- или 10-кратный возврат вложенных средств сможет обеспечить лишь незначительная доля портфеля. Я расспрашивала работников множества фирм, станут ли они корректировать свои вычисления с учетом того, что доходность публичных рынков в ближайшие годы, скорее всего, будет весьма умеренной. В конце концов, большинство венчурных капиталистов просто предлагает своим инвесторам маржу, превышающую доходность фондового рынка, а не абсолютные суммы. Интересно, что на рынке выкупов ожидания доходов все же были скорректированы в сторону понижения.

Однако, как объясняет Адриан Бикрофт из компании Арах, на ранней стадии доходность «нельзя спрогнозировать с такой точностью». Он заявляет, что с учетом существующего риска компания Арах добилась 10-кратного возврата вложенных средств (причем в период бума) только в 4–5 инвестициях из 150. «Определение цены начинающей компании носит гораздо менее “научный” характер [чем определение цены выкупа]. Здесь невозможны точные вычисления».

Несколько лет назад компания Арах проводила исследование, где фактическая доходность сравнивалась с теми показателями, которые ожидалась при производстве инвестиций. В отношении выкупов средняя доходность прогнозировалась на уровне 30%, а фактическая величина составила 45%. Что касается инвестиций в начинающие компании, то в среднем планировалось получить 60%, а в действительности выходило только 45%. По мнению Бикрофта, это говорит о том, что его команда, с одной стороны, заражалась естественным оптимизмом предпринимателя, а с другой стороны, это было связано с менталитетом представителей крупной компании, привыкших к консервативным бюджетам. «Полезно угадывать подобные вещи, когда речь идет о том, какую сделку предпочесть».

Герри Монтанус из компании Atlas Venture добавляет, что при существенном снижении доходности публичных рынков риск венчурного инвестирования также растет, поскольку соответственно затрудняется выход из бизнеса. «Венчурным капиталистам приходится финансировать компании более продолжительное время».

В то же время критерии доходности в разных учреждениях значительно различаются. Например, компания Index Ventures, которая базируется в Женеве и производит инвестиции по всей Европе, даже в период спада пытается найти перспективные крупные компании, способные выйти на публичный рынок. Партнер фирмы Нейл Раймер заявил: «Мы не станем производить инвестиции, если компания не может претендовать на первоначальное публичное предложение (IPO). Представители нашей профессии всегда нацелены на IPO. Большинство выходов производится посредством продажи. Однако перспектива IPO в качестве альтернативы или приобретение компании вскоре после IPO могут существенно повысить стоимость компании при продаже». Самые большие доходы за короткий срок обычно приносят именно IPO.

Однако встречаются и венчурные капиталисты иного рода. Стивен Росс, генеральный директор SpringBoard, говорил: «Я всегда рассчитываю на выручку в размере 3–4 млн фунтов стерлингов на инвестицию в размере 0,75 млн фунтов за период от 7–10 лет». Кэптивные структуры банков,

осуществляющие забалансовое\* инвестирование, как правило, также предъявляют более умеренные критерии доходности.

## Какую долю собственного капитала следует уступить?

Компании, которые финансируются при помощи венчурного капитала, постоянно находятся в движении. Американская модель, получающая все большее распространение в Европе, предполагает отказ компании, скажем, от трети своего бизнеса в первом раунде институционального финансирования (на американском жаргоне он называется «раундом А»). При этом ожидается проведение и последующих раундов финансирования (В, С и т. д.) — через относительно короткие промежутки времени. На них приглашаются новые инвесторы, готовые платить — пока компания не вышла на публичный рынок — на основе оценок, растущих с каждым раундом.

В период спада возможности последующего финансирования весьма ограничены, а потому не может быть и речи о неизменных и тем более растущих оценках. Если компании хотят получить хоть какое-нибудь финансирование, им приходится принимать понижающиеся оценки. Возродившийся интерес к учреждению компаний, производящих реальную прибыль, также изменил правила игры. Венчурные инвесторы теперь поощряют компании, которые привлекают меньшие суммы денег, но на более длительные сроки (18 месяцев, вместо 5–6). Многие из них хотят, чтобы компании к этому моменту были способны достичь точки безубыточности. Вновь стала популярной организация синдикатов. Венчурные фирмы стремятся к объединению с богатыми и сходными по интересам «коллегами» по бизнесу. Таким образом, они будут совместно финансировать компанию с целью дальнейшего выхода, если не смогут привлечь новых институциональных инвесторов. Некоторые венчурные капиталисты убеждают, что при совместном участии двух фирм в первоначальном (и, следовательно, очень рискованном) инвестировании компании их совместная доля должна составлять не менее 50%. Когда компании Benchmark и Accel финансировали Activity, фирму, производящую программное обеспечение (которая была организована в 2002 г. Джоном Ньютоном, основателем компании Documentum, специализирующейся на разработке программного обеспечения для управления контентом), то каждый венчурный капиталист взял себе по 30% (в одном из крупных раундов финансирования). Другие продолжают утверждать, что, если венчурный капиталист возьмет более

\* Финансовые операции, которые не отражаются в балансе банка. — Прим. ред.

половины собственного капитала, это в значительной степени снизит мотивацию как у основателей, так и у менеджеров.

Сочетание низких оценок на начальных стадиях с нежеланием некоторых инвесторов брать на себя контрольную долю собственности, а также с неопределенностью в отношении будущих раундов финансирования весьма затруднило финансирование компаний с большими потребностями в капитале. Да и нельзя воспринимать венчурный капитал только как отказ от собственного капитала. Условия соглашения (см. главу 13) дают инвесторам самые разнообразные рычаги влияния на компанию, несмотря на их миноритарные позиции. Венчурная фирма не собирается управлять вашим предприятием за вас, и все же она хочет обладать рычагами влияния, позволяющими ей, по крайней мере теоретически, получить большую часть пирога.

Вопрос о контроле весьма интересен. В каком-то смысле, стоит вам получить хоть один евро внешнего финансирования, как вы отказываетесь от контроля в соответствии с условиями, оговоренными в инвестиционном соглашении. Вот что по этому поводу сказал один европейский венчурный капиталист, работающий в США:

*— Европейцы более эмоционально относятся к контролю. Американцы в большей степени настроены на обогащение. В Европе же (особенно в Южной Европе) контролю уделяется все больше внимания. Например, в Италии глубоко укоренилась традиция претендовать на 51%. В США предприниматели куда в большей степени смирились с тем фактом, что они могут контролировать, а могут и не контролировать компанию. Для американца главный вопрос: «Сколько денег я зарабатываю?»*

Как утверждает Гай Кавасаки из Garage: «Представление о том, что, владея 51%, вы контролируете компанию, ложно. Если вы взяли хоть доллар денег какой-нибудь организации, вы работаете для этой организации».

## Так что такое выход на самом деле?

Прежде чем обращаться к помощи венчурного капитала, вам следует ясно осознать потребность инвестора в выходе, поскольку именно выход дает возможность фирме вернуть деньги своим партнерам с ограниченной ответственностью, желательно с солидным приростом капитала. Не все фирмы объясняют суть процесса достаточно ясно. На «горячих» рынках выход может произойти в течение 18 месяцев. Более реалистичное предположение составляет 5–7 лет.



Существуют две основные формы (успешного) выхода — первоначальное публичное предложение и продажа компании крупной корпорации. Для самой компании размещение акций, конечно, не является «выходом», а представляет собой переход к другой форме финансирования, а именно: к финансированию путем привлечения средств институциональных и мелких покупателей широко обращающихся акций. Венчурные же капиталисты получают всю свою выручку или ее часть, продавая свою долю компании на публичном рынке (сроки продажи акций определяются так называемым соглашением о блокировке). Некоторые фирмы придерживают часть своих акций в надежде на дальнейший рост и остаются в правлении компании.

Однако готовность рынка «принять» IPO весьма непредсказуема, так что на практике большинство компаний приобретаетс другими компаниями. Так называемые «отраслевые продажи» (trade sales) могут оказаться весьма успешными, как в случае с приобретением фирмы Element 14 компанией Broadcom за 594 млн долл. Встречаются, разумеется, и провальные продажи, как в ситуации со Sportal, спортивным интернет-порталом. В период бума он оценивался в 275 млн фунтов стерлингов, но сразу же после краха «мыльного пузыря» был продан английской онлайн-игровой компании по номинальной стоимости.

Начинающие компании иногда продаются другим финансовым учреждениям. Например, компания Cambridge Display Technologies финансировалась CRIL, ныне вышедшим из бизнеса кембриджским фондом раннего финансирования, а также фирмой Young Associates. Впоследствии контрольный пакет акций компании был продан нью-йоркскому инвестору Kelso, занимающемуся финансированием на поздних стадиях, а также фирме Hillman Capital. Еще одной разновидностью выхода является обращение к ликвидатору.

## Я слышал, что они устраняют основателей компаний

Лишь в редких случаях основатель компании обладает достаточными навыками, гибкостью, терпением, готовностью и упорством — для того, чтобы довести свое создание от основания до IPO или продажи. Билл Гейтс (Microsoft), Майкл Делл (Dell Computers), а также европейцы Майк Линч (Autonomy Corporation) и Бернар Лиато (Business Objects) являются исключением. Вашей совместной с венчурным капиталистом задачей является создание эффективной компании. Если это предполагает приглашение нового генерального директора для управления компанией в период роста или при переходе к регистрации на бирже, венчурный

капиталист сделает это. Это нелегко. Хороший венчурный капиталист не совершит такого шага второпях (хотя многие венчурные капиталисты спешат заменить менеджеров компании при первых признаках серьезных осложнений). Тем не менее это — часть игры. Во многих случаях основатели признают необходимость перемен и успешно справляются с новой ролью, выполняя, например, функции генерального технического директора или же беря на себя обязанности председателя или члена правления или неисполнительного директора компании. При условии должного подхода основатель сохранит за собой долю в компании. Таким образом, никто не будет обделен деньгами. Если вы не в состоянии принять подобные перемены, то вы, возможно, управляете компанией образа жизни.

## Можно ли ожидать от венчурного капиталиста подписания соглашения о неразглашении?

Ни один американский венчурный капиталист не станет подписывать соглашение о неразглашении (non-disclosure agreement — NDA). В Европе подобные договоренности также становятся все менее распространенными. По словам Пьера Морена из американского фонда GBP, работающего и в Европе, каждый второй предприниматель выдвигает подобное условие, «однако мы почти никогда не подписываем такое соглашение». Обычно венчурные капиталисты ссылаются на то, что идей витает множество, и ценность проекта определяется его реализацией. «Ребята, вашим лучшим соглашением о неразглашении являетесь вы сами, точнее, ваши деловые качества», — утверждает Морен.

Венчурный капиталист едва ли долго протянет, если заслужит репутацию беспринципного игрока. В фирмах с дурной репутацией недостатка нет. Вы будете в большей безопасности, если обратитесь к уважаемой фирме с солидной историей. В то же время, предприниматели, финансируемые известными фирмами, рассказывали мне, что бизнес-планы, попадающие в руки венчурных капиталистов, пересылаются затем портфельным компаниям. Если у вас действительно есть конфиденциальные материалы, которые, по вашему мнению, должен видеть венчурный капиталист, лучше покажите их ему в вашем офисе при личной встрече.

## Ожидают ли они, что я тоже вложу свои деньги?

Требование к предпринимателям вложить деньги, которыми они не располагают, например, прибегнув для этого ко второй ипотеке, было неотъем-

лемой частью европейского венчурного бизнеса в эпоху, предшествующую буму. Даже так называемым «доткомовским летом» 1999 г. Кэрол Дьюкс, основательница косметического сайта ThinkNatural, столкнулась с одним инвестором, который настаивал на том, чтобы она вложила свои сбережения в компанию — для «демонстрации обязательств». Ей объясняли, что это — как «яичница с ветчиной». Курица принимает участие в процессе, а свинья «принимает на себя обязательства». «Да, я думала об этом, — отвечала Дьюкс, — однако свинья мертва. Если вы рискуете потерять все в случае неудачи, то будете все время стараться избегать риска и не сможете действовать».

Однако настрой венчурных капиталистов стал более зрелым. Один инвестор заявил: «Мы оценим это как знак доверия, но это не является требованием. Сравнивая компанию, где менеджеры вложили свои денежные средства в дело, с той, где этого не произошло, мы, со всей очевидностью, предпочтем иметь дело с первой. Кроме того, вопрос состоит в пропорции. Если некто вложил 100 тыс. долл., заработав миллионы, я восприму это как дурной знак. Возможно, я бы предпочел, чтобы он не вложил ничего. Это выглядит так, как будто он относится к делу несерьезно». С другой стороны, некоторые венчурные капиталисты утверждают, что если бы в конце 1990-х годов предприниматели приняли на себя часть финансовых обязательств, они бы не выбросили на ветер столько денег.

## Прошлые неудачи считаются достоинством, не так ли?

Часто раздаются стенания по поводу страха европейцев перед провалами. Именно этот страх рассматривается как одна из причин, по которым Европа отстает от Америки по масштабам предпринимательской активности. Теперь все пытаются восстановить равновесие. По этой причине стало едва ли не аксиомой утверждение о том, что «неудача является положительным явлением». Но это, конечно же, является несусветной глупостью. Самонадеянный «доткомовец» с безумным проектом, который выбросил на ветер чужие деньги, едва ли заслуживает дальнейшего финансирования. Большинство венчурных капиталистов сознает это. Они проанализируют причины неудачи. Если вы были честны, упорно работали и не тратили деньги на кресла Aeron, то их отношение к вам будет совсем иным, чем в том случае, если вы руководили провалившимся «доткомовским» проектом.

Джузеппе Зокко из Index Ventures полагает, что европейские венчурные капиталисты, возможно, даже более снисходительны, чем их амери-

канские коллеги. «У нас не так много серийных предпринимателей, так что мы склонны прощать первую ошибку». Важный вопрос состоит в том, примирились ли вы с провалом. Если вы все еще сваливаете вину на других, то, вероятно, — нет. Необходимо также помнить о прошлых успехах. Венчурные капиталисты нуждаются в людях, сознающих важность удачи и того, как хорошо оказываться в нужном месте и в нужное время, и не страдающих высокомерием (это та область, где, как вы понимаете, венчурные капиталисты сами являются превосходным примером).

## Сколько это будет продолжаться?

Это зависит от состояния бизнес-цикла, а также от стадии существования вашей компании. В горячие дни на излете лета 1999 г. компания Atlas согласилась на условия Clickmango за восемь дней. Чарли Мьюирхед, 26-летний серийный предприниматель, потратил год в поисках финансирования для своего последнего начинания, компании Nexagent. Что касается вновь создаваемых («нарождающихся») компаний — некоторые из тех сделок до сих пор осуществляются, — то венчурный капиталист может работать с компаниями на «семенной стадии» (а иногда еще и до того, как компания создана) в течение девяти месяцев и больше, изучая возможности, разрабатывая бизнес-план, набирая персонал, подыскивая помещение и т. д. Приготовьтесь к тому, что сбор средств потребует длительного времени и будет отвлекать вас от вашего бизнеса.

## Смогу ли я выдержать это?

Основатель компании Hotmail безрезультатно обращался более чем к 20 предпринимателям, прежде чем добился финансирования от Draper Fisher Jurvetson с Сэнд-Хилл Роуд. Это было в горячие дни конца 1990-х годов. Настойчивость и способность стойко переносить отказы являются определяющими качествами предпринимателя. Венчурный капиталист редко говорит «да». Впрочем, он редко говорит и «нет». «Возвращайтесь, когда у вас будет пять клиентов». «Вы нам нравитесь, ребята, однако есть три момента, которые вызывают у нас беспокойство» (их всегда три). Большинство венчурных капиталистов, кажется, не в состоянии сказать «нет», что вряд ли является хорошей привычкой. Слишком часто они ожидают, не заинтересуется ли проектом какой-нибудь инвестор с громким именем.

Не забывайте, что существует множество причин, стоящих за отказом или за отсутствием согласия. Венчурный капиталист может быть «завален» новыми сделками. Возможно, его осаждают проблемы с портфелем; он занят сбором средств; у него нет денег; он боится предпринимать новые инвестиции из-за сделанных ошибок. При общении с данным венчурным капиталистом старайтесь выяснить как можно больше и только потом переходите к другой кандидатуре.

## Сколько это будет стоить?

Привлечение венчурного капитала является дорогостоящим занятием. Непредусмотренные издержки включают расходы венчурных капиталистов на проведение процедуры «дью дилидженс» (которые могут составить примерно 5% собранных средств). Оплата юристов (обслуживающих как саму компанию, так и венчурного капиталиста) «съест» еще 5% (как это ни странно, чем лучше юридический консультант, тем более простой и ясной должна быть документация, а это еще больше увеличит издержки). Некоторые венчурные фирмы требуют вознаграждение за сделку, что отражает их банковскую ментальность. Ряд венчурных фирм также берет плату за участие в работе правления (хотя чаще всего подобная практика встречается в таких структурах, как 3i, которые назначают в качестве своих представителей неисполнительных директоров).

## Год на поиски финансирования

Чарли Мьюирхед явно не был обделен предпринимательским талантом, будучи выходцем из семьи, в которой процветал дух предпринимательства. В свои 26 лет он бросил вызов «медвежьему рынку» и собрал 10,4 млн фунтов стерлингов у известных венчурных капиталистов на свое первое начинание — интернет-компанию Nexagent. Его братья — тоже не промах. Старший брат Ричард работает в компании Accel, в которую он перешел из Orchestream, компании, работающей над проблемой установления приоритетов сетевых данных. Эту компанию Чарли основал после того, как бросил компьютерный курс в Королевском колледже в Лондоне. Между тем Уильям, младший брат, не посрамил семейные традиции и основал свою первую компанию, еще обучаясь в Эдинбургском университете.

Самоуверенный Чарльз Мьюирхед не побоялся приступить к сбору средств для своей компании в тот год, когда никто еще не пришел в себя от краха в телекоммуникационной отрасли. Бывший инвестиционный банкир Андреа Бонафе, добросердечная и проникательная бразильянка, работавшая в тот период в Nexagent в качестве главного финансового директора, вспоминает, что после каждого редкого триумфа в череде бесконечных отказов она была готова расцеловать Мьюирхеда. «Да, это были хорошие дни», — восклицает она.

«Детка, — мог бы сказать он, — у меня никогда не бывает плохих дней». Бонафе «никогда не сомневалась, что Чарли соберет деньги, даже несмотря на сумму (с учетом уровня сжигания денежных средств). Этот оптимизм исходил от Чарли».

Для Мьюирхеда — жизнь которого напоминает историю скромного владельца магазина из фильма «Ноттинг Хилл», с той лишь разницей, что у Чарли довольно спокойное повествование приобретает греческие черты, — любой кризис служит всего лишь поводом для извлечения уроков. Со времен его первого начинания, компании Orchestream, ему удалось достичь значительного прогресса. История Чарли дает пример того, как предприниматель может продать свое видение венчурным капиталистам, даже в самые неблагоприятные времена.

Английских предпринимателей зачастую обвиняют в неумении мыслить масштабно. Однако к Мьюирхеду это обвинение явно не относится. Вероятно, подобное качество он унаследовал от своих родителей, двух австралийских юристов, перебравшихся в 1960-е годы в Великобританию и основавших здесь юридическую фирму (в которой, уже после развода, продолжает работать его мать). Позже его отец перешел в музыкальный бизнес и был менеджером у артистов, подобных Филу Коллинзу, а затем стал работать в новых средствах массовой информации.

В середине 1990-х годов Мьюирхед, которому тогда было 20 лет и который носил прическу «конский хвост», провел переговоры с британскими инвесторами, интересующимися финансированием совсем молодых компаний. «Познания людей в сфере технологии были весьма ограничены. Кроме того, не хватало уверенности, что в Великобритании может родиться хоть что-то, заслуживающее внимания. Мы уверяли их, что собираемся составить конкуренцию Microsoft и Cisco, но люди говорили: “В это трудно поверить”».

Фирма Orchestream — которой Мьюирхед дал прозвище «Мировое ожидание» (World Wide Wait) — должна была решить проблему управления приоритетами данных, потоки которых поступают по сетям. Однако Мьюирхед часто жаловался, что европейские венчурные капиталисты тратят

слишком много времени на изучение цифр и мало внимания уделяют самой идее. По воспоминаниям Мьюирхеда, инвесторы «анализировали нашу модель доходов так, будто они уже готовились к выходу и наша компания для них *была* не более чем объектом для спекуляции. Единственное, что можно с уверенностью знать о модели бизнеса на ранней стадии существования компании, так это то, что она *ошибочна*. Таким образом, если вы заранее заявляете, что собираетесь выйти на рынок, то вы *ошибаетесь*». Мьюирхед, переключивший свое внимание с телекоммуникационной отрасли на глобальные корпорации, сделал свои заявления, исходя из довольно болезненного опыта.

В 1998 г. Мьюирхед отправился на Западное побережье США, чтобы проверить, не является ли американское венчурное сообщество более восприимчивым. Он собирался испытать «на прочность» идею новой компании. В его планы входили встречи с ведущими представителями венчурной отрасли. Настроен он был «довольно оптимистично». Однако никто на его предложения «не клюнул». В духе своего традиционного местнического настроения венчурные капиталисты из Кремниевой долины требовали от него переместить свою компанию в США. Он рассказывал: «Венчурные капиталисты не говорят вам, почему они не хотят вас финансировать. Может, вы слишком молоды? Или ваши запросы слишком велики? Возможно, им следовало бы прямо об этом заявить». Исключением стали только два венчурных капиталиста, которые согласились принять на себя риск. Терри Маттьюз, валлиец по происхождению и основатель телекоммуникационной фирмы Newbridge Network в Канаде, предпринимал инвестиции посредством своей венчурной фирмы Celtic House. Ричард Мьюирхед говорил об этом так: «В тот момент мы не знали точно, что собираемся делать... Тематика беседы менялась от встречи к встрече». Однако Маттьюз знал о сетях связи достаточно, и ведущие специалисты из Newbridge Networks произвели процедуру «дью дилидженс» в отношении данной компании, находящейся на «семенной стадии». Вторым идею поддержал Саймон Акленд из английской венчурной фирмы Quester. «Саймон понял, что у меня есть интересные идеи и команда, что я готов учиться и воспринимать критику, — говорит Мьюирхед. — По сути, он поставил на меня и на ту среду, в которой мы действовали». Я спросила Акленда, что он, собственно, финансировал. Он рассмеялся и ответил: «Кое-какое программное обеспечение и грандиозное видение Чарли».

К лету 1998 г. европейские рынки были увлечены технологическим бизнесом. К финансированию фирмы Orchestream удалось привлечь компании Atlas и Kennet Capital. В 1999 г. инвестицию в компанию произвел Deutsche Bank. В июне того же года компания вышла с IPO (заработав при

этом 411 тыс. фунтов за первые четыре месяца 2000 г.). К тому времени крах инвестиций в «доткомовские» проекты уже произошел, однако доверие к компаниям, производящим инфраструктуру для Интернета, сохранялось. Мьюирхед, которому было тогда 24 года, попал в список самых богатых людей, составляемый *Sunday Times*, где его состояние (на бумаге) оценивалось в размере 30 млн фунтов.

Оценка Orchestream на короткий период достигла 900 млн фунтов, а затем резко устремилась вниз, когда большинство (весьма избранных) клиентов компании, альтернативные компании, предоставляющие услуги связи, оказались на обочине. Компания рассталась также с Эшли Уордом, седовласым генеральным директором, который принял на себя обязанности Мьюирхеда. Уже выбыв из списка самых богатых людей, Мьюирхед узнал, что в марте 1998 г. «компания Cisco, один из его основных конкурентов», предлагала 30 млн долл. наличными за компанию, в то время как сам Мьюирхед владел 35%-ной долей компании. Испытывает ли он сожаление? «Нет, — пожимает плечами Мьюирхед. — Я могу сделать это снова». Свое обещание Мьюирхед выполнил, основав («тайком») летом 2000 г. компанию Nextagent, получившую финансирование на «семенной стадии» со стороны iGabriel, сети «бизнес-ангелов», которую он также организовал тем летом. К участию в ней он привлек несколько крупных имен, включая Эстер Дайсон, ведущего американского специалиста в области информационных технологий.

Компания Nexagent была еще более грандиозным видением — цель ее создания состояла в соединении сетей передачи данных с помощью компаний, предоставляющих услуги связи по всему миру. «Компания Nexagent делает в области передачи данных то, что в случае с телефонными звонками кажется уже привычным делом. Вы можете позвонить в любую точку мира по сходной цене, независимо от компании-оператора, с которой вы соединяетесь», — объясняет Мьюирхед. На этот раз он собрал команду блестящих менеджеров. Среди них была Крис Гэр, ранее занимавшая должность директора по новейшим услугам в компании Cable & Wireless (C&W), а также другие ведущие менеджеры в области телекоммуникаций и технологий из компаний Cisco, C&W и др.

На конференции организованного Эстер Дайсон Форума по персональным компьютерам, который состоялся в начале 2001 г. в городе Скоттсдейл, штат Аризона, и собрал элиту мира технологий, Мьюирхед провел переговоры с финансистами о привлечении 20 или 30 млн фунтов стерлингов. Это случилось до краха в сфере телекоммуникаций и общей утраты доверия в связи с событиями 11 сентября и чередой корпоративных скандалов в США. Цикл неумолимо и быстро начал работать про-



тив Мьюирхеда, он рассказывает: «Если ранее речь шла о 20 или 30 млн фунтов, то теперь предлагались условия, которые были еще хуже, чем в период до бума. Теперь мы были не в состоянии привлечь даже 5 млн фунтов за треть компании (которую требовал себе венчурный капиталист)». Хотя компания прогрессировала, инвесторы выдвигали все более жесткие условия, требуя большей предсказуемости выручки. При этом оценки резко снижались.

Мьюирхед, конечно же, понимал важность поощрения конкуренции между венчурными капиталистами. В середине 2001 г. к компании, по его словам, проявляли весьма серьезный интерес десять венчурных капиталистов: «Имея дело с венчурными капиталистами, важно возбуждать в них чувство соперничества. Одним из ключевых мотивов их поведения является страх упустить выгодную сделку». Однако ему не удалось извлечь выгоду из заинтересованности венчурных капиталистов. В конце концов, в ноябре, т. е. через два месяца после вынужденного обращения за промежуточным кредитом к существующим инвесторам, он получил перечень условий (письмо о первоначальных обязательствах) из компании Atlas. К тому времени она оставалась уже единственной организацией, проявлявшей заинтересованность в финансировании компании Мьюирхеда. «Однако мы, разумеется, не пошли на их условия», — Мьюирхед охотно признает, что отказ от денежных средств, которые ему предлагались, был серьезной ошибкой. «Мы собирались провести “небольшой” раунд финансирования, собрав по 2 млн фунтов с каждого из инвесторов компании Orchestream, в число которых входили: Celtic House, Quester, Atlas и RVC (бывшее венчурное отделение компании Reuters (Reuters Venture Capital), ныне независимое).

Солидная трансатлантическая фирма Atlas заявила, что хочет предложить больше. «Они собирались стать ведущими инвесторами. Однако мы хотели приберечь их для следующего раунда [в конце года планировался гораздо более крупный раунд финансирования]. Было ошибкой пренебрегать их заинтересованностью. Мы им отказали, и они ушли ни с чем». Затем команда переключила свое внимание на компанию Quester. Акленд, который обратил внимание на Чарли еще в начале деятельности компании Orchestream, был «за». Его партнеры проявляли меньший энтузиазм, доказывая, что эти деньги позволят компании продержаться на плаву только в течение шести месяцев, что было явно недостаточным «сроком для разбега» с учетом весьма вялого рынка. К этому времени большинство венчурных капиталистов, если они вообще производили инвестиции, были нацелены на финансирование компаний в течение 18 месяцев. Предполагалось, что этого периода достаточно для достижения прибыльности.

Тем же летом перечень условий был получен еще от одного инвестора Orchestream, однако Мьюирхед вновь отклонил предложение: «Они хотели, чтобы мы занимались программным обеспечением и выдавали лицензии на технологии, а не предоставляли услуги. Это означало, что мы заработаем меньше денег». В ходе процесса перед ними стояла все та же задача: продать инвесторам мечту. Мьюирхед был серийным предпринимателем — редкой птицей для Европы, однако это, по-видимому, не помогало. «Он привлекал деньги и раньше. Но ведь тогда этот рынок находился на подъеме», — заявил один из тех, кто наблюдал этот процесс. Он не понял, что недостаточно только продавать видение». Его видение было грандиозным, но мало кто мог действительно его понять, а инвесторы не могли систематизировать его предложения. Между тем спад на рынке шел стремительно. Как сказал один венчурный капиталист: «Поскольку Чарли был полон энтузиазма, он полагал, что просто обязан завалить своих слушателей информацией. Однако так он мог потерять свою аудиторию через 10–15 минут. Конечно, он говорил: «Это сложная тема. Я не могу выразиться проще». Он пытался произвести впечатление, усложняя вопрос. При этом он не сосредоточивался на чем-нибудь одном». Венчурные капиталисты ненавидят сложность. Рассмотрев бизнес-план объемом 400 страниц, один из умнейших английских «бизнес-ангелов» заявил, что не понял сути предложения.

Мьюирхед разорвал связи с инвесторами, которые полагали, что его ожидания в отношении оценок чересчур завышены. Один из них вспоминает, что в то лето оценка первоначальной стоимости проекта, который находился пока в области видения, составляла 50–60 млн долл. Инвесторы также нервничали по поводу «уровня сжигания денег». Первоначально на них произвел впечатление состав старшего менеджмента компании. Однако впоследствии раздалась жалоба по поводу «утяжеленной» структуры управления, более подходящей для компании, готовой выйти на публичный рынок. Мьюирхед рассказал: «Люди все твердили: “На дворе 2000 г. А этот “бизнес-план из мира поглощений” был бы более уместен в 1999/2000 гг.”».

В то время как компания Atlas, обидевшись после получения отказа, вышла из игры, Мьюирхед не желал получать отказы на свои предложения и вместе с Бонафе они упорно работали, чтобы оживить интерес. Бонафе, которая наладила хорошие отношения с Джонатаном Вольфом, чрезвычайно умным участником, сотрудничающим с партнером Герри Монтанусом, постоянно предоставляла ему информацию об успехах компании. Вольф, по словам Бонафе, оставался очень лояльным. Она рассказывает: «Он все твердил: “Я верю, что за этим что-то стоит. Просто нужно

это более ясно выразить”». Сам Монтанус, который заседал в правлении Orchestream, утверждал: «Я продолжал следовать за ним, потому что Чарли есть Чарли». В конце концов Мьюирхед позвонил Монтанусу и предложил серьезно поговорить. К этому времени фирме Nexagent пришлось совершить «грандиозное турне» по венчурным капиталистам, такое же, как в свое время Orchestream. Хождения фирмы по венчурным капиталистам, с точки зрения обеспечения выполнения перечня условий, окончились ничем, тем не менее вопросы по поводу модели бизнеса, задаваемые ими в ходе переговоров, позволили многое прояснить. Бонафе сказала: «Мы совершили качественный скачок в нашей способности объяснять, что мы делаем. Неожиданно мы осознали, что недостаточно “продавать видение”. Переговоры с клиентами становились все более близкими к реальности. В конце концов, мы сказали себе, что надо снова встретиться с Atlas».

Компания Atlas приступила к переговорам с клиентами, и, в конце концов, в ноябре перечень условий был утвержден обеими сторонами. «Герри отправился в штаб-квартиру компании с отредактированным перечнем условий, — говорит Бонафе. — Он просмотрел демонстрационные слайды, и после этого старшие менеджеры отправились на ленч. После ленча мы, все остальные, удалились. В конце концов, появились Чарли и Герри с подписанным соглашением». В числе условий было привлечение еще одного надежного ведущего инвестора. После наступления спада все больше венчурных фирм начали искать партнеров в своем кругу. При этом ставилась цель не просто разделить риски, но и привлечь к решению вопросов больше «голов». Кроме того, они хотели бы заполучить обеспеченных компаньонов, учитывая тот факт, что привлечение последующего финансирования от других инвесторов превратилось в весьма труднодостижимую цель.

Фирма Benchmark была среди тех компаний, которые уже отвергли предложения компании в начале года, однако Мьюирхед встретился с Брюсом Данлеви, американским партнером, жившим в то время в Лондоне, и ему удалось возродить былой интерес. Сотрудники компании Atlas также провели переговоры с представителями Benchmark, включая партнера Atlas Барри Мэлоуна, бывшего ирландского предпринимателя в сфере телекоммуникаций. «Benchmark поддержала идею и команду, — заявила Бонафе. — Труднее всего было доказать им, что мы можем сделать нечто такое, что не под силу никому более. Они совершенно не думали — я упрощаю — о проблеме бюджета в целом. Они — настоящие венчурные капиталисты». Мьюирхеда попросили письменно ответить на некоторые сложные технологические вопросы, заданные Энди Рачлеффом, партнером из Пало-Альто, специализирующимся на использовании сетей и коммуникациях.

Между тем, пока компания находилась в подвешенном состоянии, ее долги росли. Ей пришлось провести неприятные переговоры со своими кредиторами, включая налоговую службу. Компании хронически не хватало денег, и Бонафе составила 90-страничный отчет, который необходим для получения кредита на НИОКР, предоставляемого британским правительством молодым компаниям, испытывающим нехватку наличных средств. Компании Nexagent было предоставлено 475 тыс. фунтов стерлингов (примерно столько и было запрошено). Однако еще до того, как чек был получен, выяснилось, что из этой суммы были вычтены долги перед налоговой службой.

Только к февралю 2002 г. сделка была завершена. Компании было предоставлено 10,4 млн фунтов (двумя траншами) — со стороны Atlas и Benchmark как основных инвесторов. Кроме того, к сделке присоединились компания Quester, предоставившая меньшую сумму, и еще один новичок — компания Lago. «Мне до сих пор хочется ущипнуть себя, чтобы убедиться, что все это — правда», — сказал Мьюирхед шесть месяцев спустя. Он не стал упоминать, что в дополнение к мучительному процессу привлечения средств, занявшему больше года, на него навалились проблемы, связанные с компанией Orchestream (банк Goldman Sachs продал акции Orchestream, оставленные Мьюирхедом в качестве залога за ссуду, которую он взял для финансирования Nextagent). Подобно большинству сетей «бизнес-ангелов», сеть iGabrial также переживала нелегкие времена, чтобы через шесть месяцев слиться с VCR/PiCapital. Но тем не менее вспомним фразу Мьюирхеда: «Детка, у меня не бывает плохих дней».

Получение столь крупной по нынешним временам суммы не обошлось и без затруднений. Средства предоставлялись в виде траншей, причем 4 млн фунтов из 10,4 млн подлежали выплате только после достижения определенных промежуточных целей. О сути этих промежуточных целей предпочитали не распространяться. И все же об одной из них можно было догадаться. Необходимо было привлечь к сотрудничеству несколько телекоммуникационных компаний. Очевидно, это подтвердило бы ценность подобного рода услуг. Через несколько месяцев после получения финансирования кризис в отрасли привел к изменению модели. Актуальной задачей стал выход на транснациональные компании. «Теперь у нас есть четыре венчурные фирмы, которые мы должны убедить в наличии реального бизнеса. При этом одна из фирм вместе со своими партнерами пребывает в Сан-Франциско. И что же они думают, видя компанию, не добившуюся обещанных целей? Сохраним ли мы те же оценки? Следует очень осторожно устанавливать промежуточные цели», — сказал Мьюирхед.

Еще одна промежуточная цель была достигнута, когда на работу был принят новый генеральный директор. Мьюирхед уже прошел через переход к другой роли, работая на Orchestream. Часто подобное испытание мучительно переживается основателем. Когда Мьюирхеда спросили, что он думает о своем будущем, он ответил слегка раздраженно: «Люди, знающие меня хорошо, подтвердят, что меня больше интересуют лидерство, анализ, пропаганда новых идей». Однако он согласился, что смена генерального директора может стабилизировать ситуацию. Венчурные капиталисты часто прибегают к помощи опытных генеральных директоров. Однако привлечение генерального директора высокого ранга в компанию, которая пока не приносит доходов, является нелегкой задачей. Компания Nextagent оказалась четвертой компанией Мьюирхеда (включая компанию, которую он основал, обучаясь в Королевском колледже в Лондоне), так что, по словам предпринимателя, процесс становится «все более и более интуитивным». Он «с большой вероятностью» станет более сильным лидером и «заслужит все большее доверие, не будучи менеджером от природы». Сам он дает себе десять лет на то, чтобы стать «достаточно зрелым для роли генерального директора».

## Библиография

- Cooper, R. And Clarke, D.** (1995) *3i: Fifty Years Investing in Industry*, Oxford University Press, Inc., New York.
- Gupta, U.** (ed.) (2000) *Done Deals*, Harvard Business School Press, Boston M.A.

## Ссылки

Американский сайт, содержащий массу информации о финансировании предпринимательства, в частности о сравнительных достоинствах долгового финансирования и прямых инвестиций [www.capitalconnection.com](http://www.capitalconnection.com)

**Разнообразные источники, посвященные финансам:**

Инкубаторы: организация, финансируемая правительством Великобритании [www.ukbi.co.uk](http://www.ukbi.co.uk)

Французские инкубаторы и ссылки на исследовательские институты [www.franceincubation.com](http://www.franceincubation.com)

---

Система кредитования правительства Великобритании	<a href="http://www.sbs.gov.uk">www.sbs.gov.uk</a>
<b>Венчурный лизинг:</b> пока характерен больше для США, чем для Европы. Одним из представителей этого бизнеса является компания European Venture Partners	<a href="http://www.evp.co.uk">www.evp.co.uk</a>
<i>Другие:</i>	
<b>Мюнхенский конкурс бизнес-планов</b>	<a href="http://www.munichnetwork.com">www.munichnetwork.com</a>
<b>Премия правительства Великобритании — SMART</b>	<a href="http://www.businesslink.org">www.businesslink.org</a>
<b>ShellLive Wire</b> (помощь начинающим британским предпринимателям в возрасте от 16 до 30 лет)	<a href="http://www.shell-liveWIRE.org">www.shell-liveWIRE.org</a>
<b>Prince's Trust</b> (Благотворительный фонд принца Чарльза для помощи нуждающимся людям в возрасте до 30 лет. Помощь в организации компаний включает предоставление грантов, кредитов, а также наставников)	<a href="http://www.princes-trust.org">www.princes-trust.org</a>

## Подходы

Я бы не стал вкладывать свои деньги в человека, не способного хорошо представить мне свое дело.

Американский венчурный капиталист

ВЕНЧУРНЫМ КАПИТАЛИСТАМ ТРЕБУЕТСЯ надежная система отбора проектов. Один из самых простых способов, которого они строго придерживаются, состоит в рассмотрении только одного аспекта — перспектив инвестирования — на основе данных из вызывающих доверие источников. Работа с инвесторами многое говорит венчурным капиталистам о вашей работе с рынком. Использование рекомендаций в качестве основного источника информации может весьма облегчить жизнь. В то же время чрезмерное доверие к возможностям вашей личной картотеки «rolodex» едва ли является надежным способом привлечения венчурного капитала. Это — одна из далеких от совершенства особенностей этой «надомной отрасли».

Герри Монтанус из Atlas Venture в эпоху бума получал по 40–50 бизнес-планов в день, присланных, как правило, без всякой предварительной договоренности. Даже теперь он все еще нередко достает из своего электронного ящика письма, начинающиеся с обращения: «Дорогой менеджер Atlas Venture». Монтанус говорит: «Это так глупо. Подобное обращение с самого начала выставляет отправителя в невыгодном свете. Люди не потрудились узнать, к кому именно следует обратиться в фирме, а ведь это вполне доступная информация».

Забавно, что венчурные фирмы оценивают собственную значимость, исходя из количества получаемых ими незапланированных писем. Если вы получаете, скажем, 5 тыс. писем в год, то вы — лучший венчурный капиталист по сравнению с тем, кто получает 1,5 тыс. Это — показатель силы бренда. И все же они сразу замнутя, если поинтересоваться, какое количество «незапланированных» бизнес-планов они берутся финансировать. Самые честные, вероятно, признают, что таковые «практически отсутствуют». Непонятно тогда, зачем они размещают на своих веб-сайтах приглашение «Пошлите свой бизнес-план». Правильнее всего будет проигнорировать эту «возможность» и получить должную рекомендацию.

Это, очевидно, будет непросто, если вы начинающий предприниматель и не обладаете достаточно обширными связями. Начните с изучения веб-сайтов ваших потенциальных венчурных капиталистов. Вы довольно быстро обнаружите, что эти веб-сайты сделаны крайне некачественно (что выглядит довольно странно, учитывая специфику бизнеса). Многие из них оформлены весьма тяжеловесно и прозаично и давно не обновлялись (если не считать разорившиеся фирмы, сайты которых исчезают с изумительной оперативностью). Однако сайты венчурных фирм содержат базовую информацию о сотрудниках, их именах (!) и сферах специализации, а также о портфельных компаниях. Рекомендация со стороны генерального директора бывшей или нынешней портфельной компании почти наверняка заставит более серьезно отнестись к вашему предложению. Венчурным капиталистам любопытно, сумеете ли вы добраться до них. Козырем в ваших руках может оказаться, например, наличие общих клиентов. Кроме того, можно обратиться к «бизнес-ангелам», к уважаемым консультантам, например юристам (убедитесь при этом, что у этого человека есть надежные связи, *см. ниже*), а также экспертам по отрасли. Многие венчурные фирмы имеют консультативные советы. Выясните его состав и подумайте, нет ли у вас доступа к кому-нибудь из его членов. Один мой знакомый предприниматель советует подыскать друга, который представился бы журналистом и выяснил текущие интересы компании, а также ее реальную склонность к инвестированию. Ознакомление с разделом «Публикации» на веб-сайте поможет определить текущие сферы приложения усилий фирмы.

Узнайте, к какому партнеру следует обратиться. Изучите его биографию, выясните занимаемое им в правлении место. Хотя на первом этапе вы можете обратиться и к участнику, вашей конечной целью является вершина иерархии фирмы. Участники бывают весьма осведомленными людьми, однако вы рискуете наткнуться на «цербера». Как только вы получили ре-



комендацию, напишите краткое электронное письмо и приложите к нему записку, лаконично описывающую ваше предложение (но пока еще *не* бизнес-план, который на этой стадии никого не заинтересует). Венчурные капиталисты сами советуют позвонить и выяснить, пришло ли электронное письмо, заинтересовались ли они предложением и не согласились бы с вами встретиться. Следует проявить настойчивость. Некоторые из них весьма заняты, другие не слишком торопятся ознакомиться с вашим планом. Еще одним методом является организация «случайной» встречи с венчурным капиталистом.

## Жизнь — это «представление»

«Представление» (или презентация) является неотъемлемой частью деловой жизни. Предприниматели все время «представляют» свои компании клиентам, поставщикам, партнерам и журналистам. Не всегда это получается у них хорошо. В этом я не раз могла убедиться, по роду своей деятельности в газете *Financial Times*, когда получала свою долю плохих «представлений». Ни в каком виде бизнеса идея не продает сама себя. Необходимо правильно представить ее своей аудитории. Инвесторы должны знать, во что они будут вкладывать свои средства. Ни идея, ни технология (а последняя — особенно) не являются привлекательными сами по себе.

Предпринимателю следует иметь в своем арсенале «представление для лифта». Обозначение этого понятия, имеющего американское происхождение, намекает на возможную встречу предпринимателя и инвестора в лифте. Первый должен успеть рассказать второму о своем предложении в промежутке между двумя остановками лифта. Происхождение термина не совсем ясно, особенно, учитывая тот факт, что лишь немногие здания на Сэнд-Хилл Роуд имеют более двух этажей. Тем не менее наличие продуманного «представления для лифта» является необходимым условием успеха такой «случайной» встречи.

## Идеальное представление

Если следовать Биллу Джусу из Garage Technology Ventures (находящееся в Кремниевой долине предприятие, которое специализируется на подготовке предпринимателей для венчурного бизнеса), то первый принцип успешного представления состоит в том, что оно «должно принимать краткие формы» (Hoult, 2000). Выделите основные моменты вашего послания. Понятно, что любой предприниматель знает много, вероятно, даже слишком много о

своей компании. Не бойтесь давать волю своему энтузиазму. Практикуйтесь перед друзьями и коллегами и попросите их быть безжалостными в своей критике. Вы должны завоевать внимание аудитории. Противоположный пример дает один рекламный работник, который еще в бытность мою сотрудником *Financial Times* представлялся во время своих телефонных звонков следующим образом: «Я из одной маленькой компании по связям с общественностью из Уоррингтона». Для привлечения внимания Джус рекомендует использовать игру слов («в Garage... мы “начинаем” начинающие компании»<sup>\*</sup>). Подумайте над использованием рифм и аллитераций. Избегайте жаргона и аббревиатур. Не следует заявлять, что вы «возглавляете» что-либо. Расскажите о насущной проблеме, которую призвана решать ваша компания для клиентов. Вы должны заставить инвестора кивать вам в знак согласия. Заинтригуйте его. Пусть он испытает желание узнать больше. Как выразилась Катя Верресен, ранее возглавлявшая европейское отделение Garage, необходимо «надеть достаточное количество одежды, чтобы собеседнику захотелось ее снять». Свое представление заканчивайте вопросом, не согласится ли он с вами встретиться.

Можно сознательно создавать возможности для «случайной» встречи, посещая мероприятия, на которых присутствуют венчурные капиталисты. Речь может идти о конференциях, торговых презентациях, выставках, университетских приемах. Помните, что вы должны быть «всегда наготове». Верресен рассказала об одной французской предпринимательнице, которая пыталась подступиться к венчурным капиталистам бесчисленное количество раз, но всегда — *sans issue* (безрезультатно — *франц.*). Однажды она совершила конную прогулку по Булонскому лесу и разговорилась с другим наездником, который оказался серийным предпринимателем, организовавшим уже вторую компанию, финансируемую венчурным капиталом. Он весьма тепло представил ее своему венчурному капиталисту, и она добилась встречи.

Другой дорогой к успеху может оказаться выигрыш в конкурсе. Многие конкурсы, особенно конкурсы бизнес-планов, дают непосредственную возможность представить свой проект венчурным капиталистам. Проводятся также отраслевые конкурсы, церемонии награждения которых посещаются венчурными капиталистами. Помните, что обстановка подобных мероприятий возбуждает их стадный инстинкт.

Наконец, быть может, вам удастся заставить венчурного капиталиста самому позвонить *вам*? Если оставить в стороне случай, когда вы уже получаете венчурное финансирование (в этой ситуации ваш венчурный капиталист будет названивать вам беспрестанно), то можно добиться этого,

<sup>\*</sup> Игра слов: «At Garage... we start up start-ups». — *Прим. ред.*

сообщив всем, что вам совершенно не нужен венчурный капитал. Один мой знакомый предприниматель в области программного обеспечения совершенно случайно наткнулся на этот метод.

## План

Самым главным элементом успешного сбора средств является время. Его вы должны выделять с гораздо большим запасом, чем вы рассчитываете, — шесть месяцев или даже больше. Если вы начнете выбиваться из графика, а ваши денежные запасы будут таять, то ваша способность вести переговоры существенно снизится. Если вы предприниматель, то ваш рабочий график совершенно не совпадает с графиком венчурного капиталиста. В период спада инвесторы позволяют процессу растянуться на несколько месяцев, даже если у них нет намерения водить компанию за нос. Последнее также вполне возможно. Марк Састер из BuildOnline рассказывает: «Если они настроены против сделки, то будут затягивать с ответом на протяжении месяца или дольше, поскольку просто не желают, чтобы этим делом занялся кто-нибудь еще». В процессе переговоров с целью проведения второго раунда финансирования используются те же аргументы, что и при поиске первоначальных инвесторов, которые выступают противниками разбавления своей доли. Но к этим аргументам он добавляет: «Я сказал своим инвесторам: “Вы сидите в ожидании у моего смертного ложа. Как только я приготовлюсь испустить дух, вы покинете меня. Вот как вы подставили меня”».

Следует планировать процесс. Придерживайтесь совета Стюарта Эванса, опытного генерального директора из Plastic Logic, который привлек венчурный капитал для двух компаний. Он заявлял: «Убедитесь, что вы имеете представление о том, что последует после прохождения вершины. Когда вы составляете бизнес-план, соберите все материалы, которые могут понадобиться венчурным капиталистам для проведения процедуры “дью дилидженс”. Если вам удалось собрать две-три папки, которые можно передать венчурному капиталисту, это будет намного эффективнее и произведет на него впечатление». Эванс тратил на поиск средств две трети рабочей недели и добился финансирования в апреле 2002 г. (а начал он свою охоту за средствами — в сентябре предыдущего года).

Учитывая огромные затраты времени и сложность рынка, возникает желание нанять советника, который мог бы упростить процесс. Однако будьте осторожны. Среди таких людей часто встречаются высокооплачиваемые, но некомпетентные лица. Как-то мне в руки попался список возможных инвесторов, составленный одной фирмой по поручению начинающей

компании. Целью было привлечение менее 1 млн фунтов. Список включал американскую интернет-группу SMGI (хотя это было через пять месяцев после распада данной группы), Bridgепoint, среднего размера агентство по выкупам, инвестирующее суммы от 15 до 100 млн евро в уже утвердившиеся компании, а также множество мелких венчурных фирм, о которых никто не слышал.

Большинство венчурных капиталистов от души ненавидит советников, независимо от того, идет ли речь о главе отдела предпринимательских услуг в крупной бухгалтерской фирме или о партнере консалтингового агентства по вопросам корпоративных финансов (обычно таковыми становятся неудавшиеся венчурные капиталисты). Во-первых, инвесторы по определению знают, что сделку трудно «присвоить» себе и что ее будут предлагать и в других местах рынка. Как заявляет один венчурный капиталист: «Работа с агентами приносит больше канители, чем пользы. Едва ли вы добьетесь встречи с венчурным капиталистом благодаря агенту. Такое было возможно разве что во времена бума, когда даже инвестиционные банкиры не брезговали венчурным бизнесом». Впрочем, он признает, что на менее зрелом европейском рынке это пока еще более распространенная практика. Многие советники имеют картотеки, которые, возможно, не так обширны, как ваши. Однако они и не столь щепетильны, как вы. У них есть одна цель — свести вас с венчурным капиталистом, и они не будут слишком долго раздумывать, подходящего ли партнера они вам предлагают. Советники обычно получают процент (примерно 4%, с некоторыми гарантиями), так что в их (а вовсе не в ваших) интересах собрать максимальное количество денежных средств.

Обращайтесь к советнику, если вы действительно в нем нуждаетесь, но прежде убедитесь, что нашли настоящего специалиста. Еще важнее найти хорошего экономически грамотного юриста, знающего специфику отрасли. То есть это должен быть человек с деловым инстинктом, умеющий решать проблемы, а не крючкотвор, множащий проблемы и препятствия. Вам нужен специалист, знающий особенности поведения венчурных капиталистов и практические последствия всех пунктов перечня условий, а также понимающий суть «рынка». Хотя европейцы постепенно набираются опыта, уровень компетентности в этой сфере у многих юристов пока недостаточен. Они обслуживали не такое большое количество сделок и вследствие этого не имеют представления о рыночных условиях. Кроме того, юристы имеют склонность отвечать на вопросы, а не высвечивать проблемы.

Один предприниматель разбирал перечень условий вместе со своим юристом. Раздел о гарантиях показался ему довольно жестким. Юрист

заявил, что эти условия выглядят нестандартными, но тем не менее отказался предложить альтернативу. Помните, однако, что юристы один день выступают от лица предпринимателя, а другой день — от лица венчурной фирмы. Я нередко обсуждала структуру перечня условий с одним превосходным юристом, который знал, что я в своих статьях целиком нахожусь на стороне предпринимателей. Он нередко говаривал: «Эта позиция была бы совершенно естественной для “вас”». Однако под этим «вас» неизменно подразумевались лишь венчурные капиталисты. Мне всегда приходилось вмешиваться в разговор: «А как ситуация выглядит с точки зрения компаний?»

## Сколько венчурных капиталистов вам понадобится?

Когда вы оканчивали университет, вам приходилось заполнять анкеты работодателей. Станете ли вы обращаться только к пяти потенциальным работодателям в надежде на более качественную подготовку к встрече с ними? А может быть, вам нужно заняться одновременно 30 нанимателями, чтобы повысить шансы? Эванс уподобляет процесс сбора средств для формирования фондов работе торговой компании: «Это не “змеиное масло”<sup>\*</sup> и не какие-то там подержанные автомобили. Следует искать профессиональных торговых отношений. Чем больше вы визитов нанесете, тем больше вы совершите продаж».

Майкл Ледзион из компании Polight в Кембридже утверждает, однако, что здесь есть и одно ограничение: «Некоторые стремятся переговорить со всеми. Вы должны быть более реалистичны. Многие люди не знают, чего они хотят, и используют процесс поиска для выяснения этого. «Мы поговорили с пятьюдесятью людьми, обменялись бизнес-планами с двадцатью, а серьезные отношения наладили с пятью из них». Однако не тратьте свое время на инвесторов, которые не испытывают существенного интереса к вашему рынку. Едва ли вам захочется убеждать его в достоинствах вашего рынка или в ваших достоинствах».

Кроме того, убедитесь, что инвестор занимается финансированием компаний, находящихся на той же стадии, что и ваша. Как уже отмечалось, многие венчурные капиталисты уверяют, что финансируют компании, находящиеся на ранней стадии, хотя сами вовсе этим не занимаются. Ледзион утверждает: «Подробно изучите их деятельность. Сколько инвестиций на ранней стадии они предприняли? Какие цели они ставят

<sup>\*</sup> Выражение «змеиное масло» (snake oil) стало синонимом обмана. Согласно преданию, жулики продавали «змеиное масло» как лекарство от всех болезней. — *Прим. ред.*

при формировании своих портфелей? Если они признают, что несколько переборщили с начинающими компаниями, то это — плохой признак». Помните, венчурный капиталист редко говорит «да» и редко — «нет».

## Библиография

Hoult J. (2000) 'Perfecting your pitch', *Fast Company*, October.

## Ссылки

Расположенное в Кремниевой долине предприятие, которое предоставляет большой объем информации о способах привлечения венчурного капитала, а также о том, как правильно провести представление

[www.garage.com](http://www.garage.com)

## Выбор венчурного капиталиста

Правильные суждения порождаются опытом. Опыт же порождается неправильными суждениями.

Брюс Данлеви, партнер компании Benchmark Capital

Джон Кэш прибыл в Лондон четыре года назад из района залива Сан-Франциско. Его основной миссией было превращение Кембриджа в что-то вроде «европейского Стэнфорда». В данный момент 35-летний Кэш, бывший консультант компании McVain, возвращается на поезде из Парижа, где он провел выходные, и кричит в свой сотовый телефон: «Дуг может воспринять это очень и очень болезненно. Крайне важно впечатление, которое произведет это известие». Дуг — это генеральный директор расположенной в Кембридже компании, которая специализируется на цифровой мобильной связи третьего поколения (Third generation — 3G). Компания стала первой инвестицией Кэша, предпринятой им после прибытия в Европу. В те дни он распивал шампанское «Dom Perignon» с Дугом и размышлял о том, как бы сделать так, чтобы из 12 перечней условий, лежащих на столе Дуга, тот выбрал именно его предложение.

Кэш убеждал Дуга, что именно его фирма должна произвести инвестицию в размере 15 млн долл. в компанию Дуга — не только потому, что она предлагает самую высокую оценку постинвестиционной стоимости (75 млн долл.), но и из-за огромного опыта его венчурной фирмы по созданию

новых компаний. Теперь времена стали куда жестче. Компании Дуга приходится все туже затягивать пояса, несмотря на все более отчаянные попытки привлечь клиентов. Компания пока еще оплачивает поездки Кэша в бизнес-классе, и все же она уже опротестовала счет из гостиницы Hotel de Crillon, пришедший во время последнего визита Кэша в Париж (он собирал там деньги на очередной раунд финансирования).

Дуг, который пока еще не знает, что находится на грани банкротства, мог бы сказать, что в первые дни их сотрудничества он не так часто мог наблюдать предполагаемые навыки Кэша по строительству компании (да и самого Кэша). Когда Кэш появлялся на собраниях правления, он сидел, уткнувшись в свой коммуникатор марки Blackberry. Зато теперь Дуг видит Кэша часто. Ведь Кэш относится к тем венчурным капиталистам, которые стараются устраивать генеральным директорам своих портфельных компаний «нелегкую жизнь». Больше всего он любит набирать очки. «Партнерство — это для зануд», — говорит Кэш, обращаясь неизвестно к кому и разгуливая по своему офису в пентхаусе в престижном лондонском районе Мейфэр. Он гордится своей «безжалостностью» при выборе объектов для инвестиций. Не меньшую «беспощадность» он проявляет, перекладывая свои издержки на портфельные компании. Он любит вести переговоры об инвестициях, стараясь гнуть при этом весьма жесткую линию, как учил его наставник. Когда он обсуждал с Дугом перечень условий, его больше всего забавляла озабоченность Дуга судьбой своей доли в случае ухода. «Не беспокойтесь об условиях, — говорил он доверительно, используя все свое красноречие, чтобы завершить переговоры, — они ничего не значат. Это соглашение будет погребено в ящике и никогда больше не увидит свет. Доверьтесь мне». Его коронный трюк при последующих раундах финансирования — дожидаться момента, когда компания почувствует отчаянную потребность в деньгах. Именно тогда он и появляется, чтобы нанести последний удар.

Несмотря на свой опыт работы в бизнесе, он еще не утратил вкуса к управлению фондом в 450 млн долл. (впрочем, от былого величия — 700 млн долл. во времена бума — осталась треть). Обладание деньгами — это род власти. Впрочем, он, выросший в особняке, расположенном в Кармеле, никогда и не знал другого состояния. В то же время он со своими партнерами давно не предпринимал никаких новых сделок. Рынок стал куда более опасным местом, и даже аналитические способности Кэша, официально подтвержденные степенью магистра бизнес-администрирования (МВА), с трудом позволяют ему отбирать удачные бизнес-планы. В действительности, он в какой-то степени проиграл, хотя и не хочет в этом признаваться. Впрочем «безжалостное» отношение к



компаниям, которые пока остались у него в портфеле, заставляют его чувствовать себя немного лучше.

«Мы должны сделать этот удар менее болезненным для парня», — говорит он своему телефонному собеседнику. Собеседником является перспективный инвестор, участвующий в новом раунде финансирования компании. Дуг, как уже было решено, будет выведен из игры (хотя внешний наблюдатель сказал бы, что основной проблемой компании является затягивание с представлением продукции 3G. «Иначе потрясение будет слишком ужасным. Мы должны сказать ему, что начинается новый этап жизненного цикла компании. Таково условие новых инвесторов, — он останавливается и смеется. — Мы хотим, чтобы он ушел. Мы предложим ему должность консультанта или что-нибудь подобное».

Дуг вскоре откроет свой ящик с инвестиционным соглашением, а Кэшу, возможно, придется немного подождать со «стэнфордизацией» Кембриджа (что бы под этим ни подразумевалось).

Что делает венчурного капиталиста хорошим? К сожалению, особенно во времена бума, который привлек в отрасль множество непрофессиональных людей, большинство предпринимателей намного ближе познакомилось с личностями, подобными Джону Кэшу. Очевидно, что этот (полностью вымышленный) персонаж воплощает в себе отрицательные качества венчурного капиталиста. Выбор правильного венчурного капиталиста является решающим моментом. Немногие предприниматели обладают привилегией сознательно выбирать «лучшего» венчурного капиталиста, однако вам следует знать, к чему нужно стремиться. Суть венчурного процесса выходит далеко за рамки подписания денежного чека. Речь идет о партнерстве, которое может продлиться годами.

Как сказал Германн Хаузер: «если компания переживает трудности, вопрос о рефинансировании во многом зависит от акционеров. Если вы выбрали инвесторов, готовых оказать помощь, и договорились о справедливых условиях, это — одно. Хуже, если вы связались с группой некомпетентных венчурных капиталистов, выдвинувших жесткие условия и помогающих вашей компании спустя рукава». Как источники финансирования венчурные капиталисты ни в коей мере не идентичны друг другу. В действительности, они могут «рядиться» в совершенно различные одежды и предлагать услуги диаметрально противоположного качества. При выборе инвестора вам на самом фундаментальном уровне следует определить, что является стоимостью, а что — оценкой.

Возьмем, например, Саймона (имя вымышленное), основателя специализированной мелкорозничной компании, который несколько лет назад получил

два предложения от венчурных фирм. В первом случае речь шла о крупной фирме, во втором — о мелком, но обладающем хорошими связями бутике (далее в описании — соответственно: Фирма и Бутик). «Мы пошли на сделку, казавшуюся наилучшей», — говорит коллега Саймона. Фирма предлагала 2,3 млн фунтов за 27,5% компании, Бутик — 2,1 млн за 31%. «Они предлагали на 200 тыс. фунтов больше за долю собственного капитала, которая была меньше на 4%». Кроме того, Бутик отрядил своего эксперта в области розничной торговли, который должен был провести процедуру «дью дилидженс», а затем еще и войти в состав правления. Эксперт сказал нам, что наше складское хозяйство никуда не годится, а кроме того, мы не знаем, как в нашей компании надо работать с заказами товаров по почте».

Представитель же Фирмы заявил, что все выглядит замечательно, и это было «еще одной причиной, по которой мы выбрали их». Саймон с коллегами не стали чересчур внимательно вникать в перечень условий, поскольку, как сказали сотрудники Фирмы, «большинство из них представляет собой наши стандартные условия». «Это слишком скучно, — заявили коллеги. — Понимаете, эти условия напоминают те, что прилагаются к вашей кредитной карточке». Одним из таких «стандартных условий» оказалось назначение председателя правления, не обладающего исполнительными функциями (так называемого «неисполнительного председателя»). Саймон, к своему великому удивлению, обнаружил, что за услуги этого человека компания должна платить 18 тыс. фунтов в год. Инвестор также настоял на участии финансового директора, три дня работы которого обошлись компании в 40 тыс. фунтов (т. е. он оказался самым высокооплачиваемым членом команды). «Эти условия, — говорит Саймон, — всплыли, когда уже поздно было что-либо делать. Даже высокие зарплаты можно было бы пережить, если бы они выделили нам сотрудников, приносящих реальную пользу».

По словам Саймона и его коллег, они надеялись «приобрести партнера», однако обнаружили, что никто из сотрудников Фирмы не интересуется их делами. Когда однажды Саймон, воодушевленный оборотом первого месяца работы нового магазина, позвонил в офис Фирмы, ему с ходу были заданы вопросы: «Какие-то проблемы? Что-то идет не так?». Неисполнительный председатель появлялся на заседаниях правления, однако он обладал опытом совсем в другой области розничных продаж. Польза от финансового директора также оказалась невелика, так как он привык работать с крупными компаниями.

Пришло время очередного транша финансирования, который зависел от выполнения шести условий. Компания Саймона выполнила четыре из них. Венчурная фирма отказалась предоставить дополнительные средства, однако «не предложила никакой альтернативы. Они твердили только: “Нет,

нет, нет”. Они даже не потрудились посетить нас». Неисполнительный председатель уже вручил заявление о своей отставке с этого поста, а банк, в конце концов, заявил о превышении кредита (овердрафт). В результате от сделки выиграли только назначенный администратор, да еще Управление налоговых сборов Великобритании. «Мы думали, что приобретаем партнера, а они не стали представлять нас клиентам, поставщикам, никому», — сказал Саймон.

Саймон уверен, что, обратись он в Бутик, он бы еще оставался в игре. Он хотел иметь «партнера», а на самом деле основное внимание уделял «получению лучшей оценки», не заботясь о том, что представляет собой «партнер». Эксперт из Бутика верно определил проблемы (было намечено устранение двух слабых мест в области работы с заказами на товары, которые присылают по электронной почте). Тот факт, что он был столь требователен в процессе процедуры «дью дилидженс», говорил о том, что он, по всей вероятности, был бы куда более эффективным членом правления.

Поиск хорошего венчурного капиталиста является непростой задачей, особенно когда нет согласия по поводу тех качеств, которыми он должен обладать. Точного ответа не знают ни агентства, занимающиеся поиском венчурных капиталистов для фирм, ни старшие партнеры венчурных фирм. Сэр Дэвид Кукси из Advent Venture Partners заметил: «Обучение бизнесу требует уйму времени и сопряжено с большими издержками. Невозможно обучаться, не совершая ошибок. Фактически все сотрудники нашей фирмы руководили техническими компаниями. Однако мы обнаружили, как не просто найти людей, которые могут справиться с созданием компаний и из которых могут выйти хорошие венчурные капиталисты». По его мнению, венчурный капиталист — это человек особого склада, который не так часто встречается. «Вам следует пропустить через себя огромные объемы капитала инвестора, прежде чем вы разберетесь, что к чему. Это самая дорогостоящая школа бизнеса. Моя основная цель состоит в том, чтобы разубедить людей совершать первые четыре сделки, которые им хочется совершить». Успешная фирма зачастую состоит из небольшой группы индивидов, обладающих определенными навыками, отличительными чертами и опытом, которые в совокупности и приводят к успеху.

## Качества венчурных капиталистов

Некоторые перспективные качества, отличающие венчурных капиталистов:

- ♦ Знания, биография, квалификация

- ◆ Операционный опыт
- ◆ Видение
- ◆ Инстинкт
- ◆ Опыт
- ◆ Самолюбие (но умеренное)
- ◆ Приверженность обязательствам
- ◆ Удача

## Знания, биография, квалификация

Венчурный капиталист никогда не будет знать о вашем секторе рынка столько же, сколько вы. Однако вы едва ли захотите образовывать его, начиная с азов. Это может оказаться особенно серьезной проблемой для таких универсальных инвесторов, как фирма 3i, которая уже признала проблему и реорганизовала свой технологический отдел. Высокая текучесть кадров среди менеджеров по работе с клиентами, нехарактерная для небольших фирм, усугубляет проблему. Один работник компании, финансируемой 3i, повидал на своем веку шесть различных менеджеров по работе с клиентами. Он сетовал: «Мы имели дело с людьми, которые намеревались узнать о бизнесе за завтраком».

Если вы занимаетесь технологическим бизнесом, вам знаком стереотип, состоящий в том, что американские венчурные капиталисты являются доками в области технологий, а их европейские коллеги — нет. На самом же деле, в эпоху бума американская венчурная отрасль в избытке втягивала в орбиту своей деятельности инвестиционных банкиров, никогда не имевших дело с технологическим бизнесом, в то время как в Европе число технически грамотных инвесторов росло. В то же время даже в середине и в конце 1990-х годов большинство европейских венчурных капиталистов знало о технологиях удивительно мало. Один генеральный директор фирмы, занимающейся программным обеспечением, вспоминает свои усилия по привлечению средств в 1998 г. «Я не встретил ни одного человека, который разбирался бы в области высоких технологий лучше меня. Разумеется, это придавало мне уверенности, что немало важно при сборе средств для формирования фондов». В то же время ему приходилось прикладывать огромные усилия для объяснения элементарных вещей. Как-то раз он подписывал соглашение с хорошо известной венчурной фирмой. И здесь генеральный директор поинтересовался, что такое «база данных».

В то же время рост европейской венчурной отрасли также питается притоком бывших бухгалтеров, к которым не так давно присоединились

консультанты в области менеджмента и инвестиционные банкиры, обладающие финансовыми и аналитическими навыками, однако не отличающиеся глубоким пониманием технологий. Все, что пока можно сказать, это то, что уровень технической грамотности растет. Играют свою роль и культурные различия. Для французского венчурного капиталиста, окончившего крупную инженерную школу, технологии будут обладать эстетической ценностью, в то время как британцы испытывают неиссякаемое презрение к «дуракам и их игрушкам». Кроме того, процесс найма в венчурных фирмах также подчиняется циклическим закономерностям. В Германии ошибки, совершенные в период бума, заставили венчурные фирмы привлекать к своей работе партнеров со специальными научными знаниями. В последний раз, когда я была в Мюнхене, почти все новые венчурные капиталисты, встреченные мною, имели степень доктора в области естественных наук.

Можно многое рассказать о венчурной фирме, исходя из предыстории ее партнеров и участников. В европейской венчурной отрасли высоко, может быть даже слишком высоко, ценятся аналитические навыки. Именно поэтому получил распространение тип весьма способных и образованных людей, перешедших из банков и консультационных фирм в венчурный бизнес. «В первую очередь я задаюсь вопросом о том, каковы будут мои издержки на приобретение новых клиентов в течение первых трех лет, пока мой венчурный капиталист не поймет, чем, собственно, занимается моя фирма», — заметил один предприниматель. К этому мнению присоединяется Ален Фолис из Open Business Exchange: «Большинство европейских венчурных капиталистов чувствуют себя в своей тарелке, когда анализируют цифры. И все же это наименее предсказуемая часть бизнес-плана. Хотелось видеть людей с опытом бизнеса, но не обязательно венчурного дела». Бывшие банкиры склонны рассматривать инвестиции венчурного капитала только как *сделки*. Один бывший сотрудник венчурной фирмы, заставший эпоху «мыльного пузыря», рассказывает: «Банкиры чересчур ориентированы на транзакции... Меня всегда это удивляло, 90% их деятельности до произведения инвестиции состояло в решении формальных вопросов сделки. В момент, когда следовало бы выяснить что-нибудь о технологии и клиентах, мои коллеги были погружены в телефонные переговоры с юристами. Они были деловыми “наркоманами”. Закрытие сделки отмечалось как праздник. И именно тогда начиналась настоящая работа». В период спада подобные люди зачастую уделяли чрезмерное внимание защите от риска, связываемого с данной сделкой, и предприниматели жаловались на то, что венчурным капиталистам не хватает «эмоционального понимания».

## Операционный опыт

Операционный опыт является качеством, особенно перевозносимым предпринимателями, которые часто сетуют на его нехватку у венчурных капиталистов. Обычно утверждается: «Венчурные капиталисты не имеют представления о том, как управлять компанией. Когда мы прорабатываем условия очередного раунда финансирования, они ведут речь об урезании расходов и сокращении штата. Когда соглашение заключено, они советуют открыть офис в Австралии или в Нью-Йорке». Может быть, лучшие венчурные капиталисты выходят из бывших предпринимателей? «Если вы когда-нибудь представляли свой проект венчурному капиталисту, то вы умеете слушать, — считает Джеймс Добри, бывший генеральный директор компании Zygon, специализирующейся в области программного обеспечения. Для обладателя степени магистра бизнес-администрирования весь вопрос состоит в решении проблем. Предпринимателю же важнее всего создавать новые возможности, даже в период спада. Венчурные же капиталисты [склонные ко всему подходить только с аналитических позиций] основное внимание уделяют краткосрочным вопросам и ведут себя как бухгалтеры. Людям требуются стимулы и вдохновение». По его мнению, бывшие предприниматели лучше справились бы с этой задачей.

Как уже указывалось (см. главу 6), об операционном опыте было написано много чепухи. Есть очень хорошие инвесторы с операционным опытом, такие как Винод Хосла, один из основателей Sun, который впоследствии стал партнером Kleiner Perkins. Есть и хорошие инвесторы, подобным опытом не обладающие. Здесь можно вспомнить Джима Брейера, управляющего партнера Accel Partners, который раньше был консультантом в области менеджмента. Майк Мориц из Sequoia когда-то был журналистом *Time*. И к тому же, что означает «операционный опыт»? Рей Лейн, бывший некогда вторым лицом в Oracle, перешел в Kleiner в августе 2000 г. Несомненно, он знает, как управляться с делами, но — в большой корпорации. К тому же утверждение, что сильный руководитель компании сможет безболезненно перейти в партнерство с «плоской», неиерархической структурой, нельзя считать аксиомой. Таким образом, трудно говорить о каких-то «правильных» биографии или круге знаний. Вопрос о получении требуемого набора навыков в процессе работы на конкретной фирме тоже не так прост. Один «охотник за головами» заявляет: «Можно проанализировать набор навыков, необходимых хорошему венчурному капиталисту. Это должен быть лучший консультант в области стратегии менеджмента, лучший инженер, лучший банкир. Можно ли представить себе такое

сочетание? Но даже если вы соедините все эти свойства, действительно ли вы получите то, что нужно?»

## Видение

Элиту венчурного сообщества составляют люди, реализующие собственные идеи и создающие новые рынки брендов. В качестве примера можно привести Хослу, сыгравшего ключевую роль в создании оптического сектора. Такие личности действительно редки. В Европе это, вероятно, отсутствующая разновидность, хотя нет недостатка в венчурных капиталистах, претендующих на подобный статус. Кроме того, существуют еще инвесторы, и, если такой человек в состоянии отвлечься от текущей суматохи и посмотреть на ситуацию со стороны, он может оказаться очень полезным для вашего бизнеса.

Профессор Ричард Френд, сотрудничавший с Германном Хаузером в двух начинающих компаниях, так описывает в нем это качество. «Германн с его любовью к новым технологиям способен оценить перспективность идеи. Это чрезвычайно важно. Создавая новую компанию, ты с головой погружен в текущие вопросы, и все же нельзя забывать и о более долгосрочной перспективе».

## Инстинкт

Об этом говорится мало. Несомненно, венчурным капиталистам следует обладать аналитическими навыками, за которые отвечает левое полушарие мозга. Однако инвестирование на ранних этапах является не только наукой, но и искусством. «Венчурные капиталисты прекрасно могут подсчитать издержки. Им несложно определить, во что обойдется конкретное действие. Гораздо сложнее для них предсказать, каков будет спрос на эту большую желтую вещь», — заявил один предприниматель, ставший венчурным инвестором. Один генеральный директор портфельной компании Sequoia рассказывает, что Мориц, напротив, способен выносить скорые, но очень здравые суждения.

Ожидается, что аналитические способности венчурных капиталистов помогут им прекрасно справляться с отбором сделок, важнейшей частью их работы. Тем не менее предприниматели часто сетуют, что чрезмерное доверие к анализу парализует венчурных капиталистов. Хаузер в своих инвестициях полагается на интуицию, которая, в свою очередь, является плодом опыта. Когда его спрашивают, как он подбирает команду менеджеров, он отвечает: «Трудно выразить подобные вещи количественно. Спрашиваешь

себя, уживутся ли, сработаются ли они?.. В конечном счете такие вещи начинаешь чувствовать. Это и называется опытом».

## Опыт

*И вот я здесь, жалкий глупец. Ничуть не стал мудрее\*.*

*Гете, «Фауст», часть 1*

Инвесторы нуждаются в суждениях, которые, по словам Брюса Данлеви из Benchmark Capital, являются плодом опыта и совершенных ошибок. Разумеется, это означает, что вы учитесь на ошибках. Отрасль все еще переполнена людьми, не отошедшими от психологии «бычьего рынка» и не научившимися ничему. Марк Састер из Build Online утверждает, что предпринимательское мастерство следует «вращивать». Хотя он говорит с точки зрения предпринимателя, то же суждение применимо и к инвесторам:

*— Можно провести аналогию с подростком. Не имеет значения, сколько раз родители советуют ему не злоупотреблять выпивкой. Он должен на собственном опыте обнаружить, что 12 глотков текилы весьма негативно скажутся на его самочувствии. Теоретически вы все знаете об управлении начинающей компанией, однако только практический опыт может развить мудрость. Мы подписывали глупые контракты, мы расширялись сверх меры, мы нанимали слишком много людей, мы поддерживали чересчур большой ассортимент продукции. Проблема состоит в том, что люди не запоминают своих ошибок и повторяют их снова и снова.*

Састер полагает, что существуют и культурные различия в восприятии неудач, которые не всегда учитываются. «В Великобритании неудачи доказывают вашу несостоятельность. В США неудача говорит о том, что вы получили урок».

Добри добавляет: «Я провоцирую разочарования у инвесторов, поскольку это делает их мудрее. Если они уже прошли через острые эмоциональные переживания, они едва ли будут сильно паниковать в будущем». Опытные венчурные капиталисты легче распознают скрытые закономерности. Они встречали нечто подобное прежде и извлекли опыт из своих неудач. Кроме того, они прекрасно умеют внушать уверенность. Когда последний цикл перешел в стадию спада, неопытность инвесторов стала одной из самых больших проблем для молодых компаний, финансируемых венчурным

\* Da steh ich nun ich armer Tor and bin so klug also wie zuvor (нем.).



капиталом. «Очевидно, что наши венчурные капиталисты просто не знают, что делать», — сетовал один немецкий предприниматель.

Пэт Макговерн, председатель медиагруппы IDG, давно наблюдающий за развитием венчурной отрасли в США, заявляет: «Великие (не путать с просто “хорошими”) венчурные капиталисты играют роль наставников. Предпринимателя подстерегает множество опасностей, и у него много вариантов для выбора. Наставник может, например, объяснить: “Восемь из девяти вещей не получатся. Сосредоточивайте внимание на девятой”». Вероятно, главное, чем обладают лучшие венчурные капиталисты, это «эмоциональное понимание», умение обращаться с людьми, которое помогает разрешать, а не создавать конфликты.

Однако, как признает Montanus из фирмы Atlas, здесь возникает парадокс: «Отсутствие опыта, очевидно, является отрицательным качеством. Большой опыт является достоинством. Однако очень большой опыт накладывает ответственность. Если вы совершили слишком много ошибок, вы утрачиваете энтузиазм, необходимый для новых шагов. Вы видели слишком много, вы стали опасаться риска. В вас не хватает увлеченности и веры».

## Умеренное самолюбие?

Раздутое самолюбие присуще разным людям в различной степени. Однако это качество едва ли является необходимым и присутствует примерно в одной и той же степени и у плохих, и у хороших венчурных капиталистов. Власть венчурных капиталистов зиждется на средствах, которыми они располагают. Отрезвляющее воздействие оказывают спады. Самолюбие европейских венчурных капиталистов, заработавших меньше денег, чем их американские коллеги (хотя все же достаточно много), принимает форму интеллектуального высокомерия.

Опять слушаем Макговерна: «Молодые венчурные капиталисты все подвизаются в интеллектуальном анализе, однако у них нет опыта обращения с людьми. Они говорят: “Мы недостаточно хорошо это обдумали, вы кое-что упускаете”. На самом деле они подразумевают: “Я умнее вас”. Это может привести к конечному поражению». Игры в «крутизну» во время переговоров объясняются незрелостью или пережитками банковской ментальности.

## Приверженность обязательствам

По утверждению Энн Гловер из Amadeus, она никогда не примет на работу людей, заявляющих, что они хотели бы заниматься «венчурным бизнесом или консультированием» или же «венчурным бизнесом или банковским

инвестированием». Приверженность обязательствам, по ее словам, является необходимым качеством вследствие продолжительности и суровости циклов.

## Удача

«Удачлив ли он?» — спрашивал Наполеон о своих генералах. Удача играет важную роль в венчурной игре. Разные венчурные капиталисты в различной степени готовы признать этот факт. Время, когда проводился сбор средств для организации фонда, может самым критическим образом сказаться на успехе или неуспехе фонда. Некоторые молодые европейские венчурные фирмы получили крупные доходы (на бумаге) в разгар бума, предприняв инвестиции в фирмы, которые впоследствии разорились. Тем не менее это не помешало им собрать новые фонды. Если бы не одна-две успешные инвестиции, предпринятые в «золотые дни», они бы давно были из игры.

## Дорожная карта венчурного бизнеса

Вы сэкономите *массу* времени, если найдете «правильных» людей. Перед тем как обращаться к тому или иному венчурному капиталисту, проведите тщательнее исследование. Удачными исходными пунктами вашей деятельности являются веб-сайты венчурных фирм, торговые ассоциации, предпринимательское сообщество, профессиональные советники. Максимально расширяйте круг общения. Это чрезвычайно фрагментированная отрасль. Даже сами венчурные фирмы не всегда хорошо осведомлены о своих коллегах. Существует несколько «разделительных линий», по которым венчурная отрасль делится на фрагменты.

## Стадия инвестирования

Как мы выяснили в главе 3, стадия существования компании, на которой венчурные капиталисты готовы произвести инвестиции, не является чем-то постоянным. Она зависит от состояния рынка. В то же время готовность к риску не определяется исключительно точкой цикла. Нет никакого смысла тратить время, предлагая взяться за финансирование убыточной стадии фонду, занимающемуся исключительно инвестированием на поздних этапах. Стадия, на которой производятся инвестиции, зависит от экспертной оценки и размера фонда (*см. ниже*). «Семенное (или посевное) инвестиро-

вание» (seed investing) является весьма специализированным, рискованным и часто неблагодарным делом. Лишь немногие фонды станут финансировать компанию лишь для того, чтобы убедиться в «жизнеспособности замысла». И все же «семенные фонды» существуют, часто концентрируясь вокруг университетов. Кроме того, существуют специализированные правительственные фонды, такие как английский «семенной фонд» University Challenge (хотя его капитал очень дорог).

Осторожно относитесь к посулам венчурных капиталистов. Иногда они сознательно вводят в заблуждение, представляясь инвесторами, вкладывающими средства на ранних этапах. Могут существовать различия в терминологии в зависимости от фирмы и, в некоторой степени, — от стадии бизнес-цикла. Большинство венчурных капиталистов в период бума предпринимали инвестиции «на ранних стадиях». Это мог быть бизнес-план, составленный парочкой приятелей, с идеей веб-сайта, посвященного садовому делу. В период спада для одних венчурных фирм инвестирование на «ранних стадиях» может означать финансирование ничего не производящих и не полностью укомплектованных компаний. Для других же фирм под этим термином подразумевается интерес к фирмам с выручкой в размере 10 млн евро, более или менее полной командой менеджеров и перспективой достижения прибыльности в течение года.

## Размер

В венчурном капитале размер имеет значение в нескольких отношениях. Размер, очевидно, связан со стадией инвестирования: проверка жизнеспособности бизнес-проекта начинающей компании может потребовать нескольких тысяч евро, а расширение бизнеса, начавшего получать первые доходы, — нескольких миллионов и т. д. Размер инвестиций, предпринимаемых конкретной фирмой, зависит от размеров ее фонда. Как уже отмечалось, очень крупные фонды считают инвестирование небольших сумм весьма неэкономичным.

В то же время фонд может оказаться слишком маленьким. С точки зрения венчурного капиталиста, хуже всего — это неспособность принять участие в крупной инвестиции из-за риска разбавления при последующем финансировании. С этой проблемой может столкнуться фонд, средства которого не превышают, скажем, 30 млн евро. Более того, плата за услуги по менеджменту рассчитывается как процент от средств, находящихся в управлении. Распоряжение 20 млн евро принесет только 400 тыс евро годового дохода, что существенно ограничивает возможности фонда (например, в отношении квалификации сотрудников, которых фонд имеет

возможность нанять на работу). С этой проблемой сталкиваются многие региональные фонды, существующие при поддержке правительства. Когда венчурных капиталистов спрашивают о минимальном размере инвестиций, они начинают отвечать весьма уклончиво. В руководствах торговой ассоциации, вероятно, будут приведены соответствующие показатели для фирм-членов (а также указан сектор, в котором они предпочитают работать), однако эти цифры не имеют большого смысла. Венчурные капиталисты часто утверждают, что готовы предпринять инвестицию на 0,5 млн евро, «если представится хорошая возможность», на практике же минимальный размер производимой ими инвестиции на протяжении многих лет составлял 8 млн евро.

Видимо, разумно предположить, что самые богатые фонды имеют больше шансов пережить тяжелые времена. И все же задумаемся глубже. Некоторые крупнейшие организации оказались и самыми ненадежными. Инвестиционные и коммерческие банки, крупные компании прямого частного инвестирования, корпорации неожиданно заговорили о своем отказе от инвестирования на ранних стадиях, как только на рынках наступил спад. Остерегайтесь этих творений рыночного бума, которые, несмотря на свои заклинания о «других временах», очень быстро меняют свою позицию при первых признаках «похолодания» на рынке.

## Сектор

Ален Фолис из Open Business Exchange (ОБЕ), один из самых уверенных и информированных создателей фондов, признает, что в начале своей карьеры потратил массу времени «не на тех людей»: «Мы совершили ошибку, общаясь с венчурными капиталистами, сосредоточенными исключительно на новейших технологиях». Этот венчурный капиталист нового типа, в конечном итоге возглавивший финансирование ОБЕ, стремится не к «технологиям, запатентованным на ближайшие 50 лет», а «к пониманию того, насколько менеджеры способны выдвигать хорошие идеи».

Изучите ваших предполагаемых инвесторов. Когда Accel Partners, венчурная фирма из Кремниевой долины, организовала в Лондоне фирму, специализирующуюся на коммуникациях и инфраструктуре Интернета и осуществляющую инвестирование в некоторых западноевропейских странах, то было получено множество деловых проектов, включая проект комплекса для игры в боулинг на юге Москвы. Многие самонадеянно и ошибочно называют себя специалистами. Другие путешествуют из сектора в сектор. Остерегайтесь «модников», которые за какие-то два года переходят

от поставки кормов домашним животным через Интернет к биотехнологиям, а от них — к нанотехнологиям.

Слишком узкая специализация, даже при наличии качественной экспертизы, также может оказаться опасной (примером могут служить фонды, специализирующиеся исключительно на коммуникациях). Если отрасль, в которой работает ваша компания, переживает тяжелые времена, то соответственно сразу все портфельные компании вашего венчурного капиталиста будут испытывать те же проблемы, что и вы. Едва ли вас могут порадовать неприятности вашего венчурного капиталиста. Более универсальные венчурные капиталисты, конечно, сталкиваются с трудностями другого рода. Во время бума в сфере информационных технологий (ИТ) в венчурных фирмах, занимающихся и ИТ, и биотехнологиями, произошел раскол, поскольку биотехнологические подразделения этих фирм не слишком процветали, а ИТ-подразделения отказывались делиться с ними своим вознаграждением. Когда же, наоборот, биотехнологии вступили в полосу бума, а сектор информационных технологий переживал спад, ситуация сменилась на прямо противоположную.

## География

Венчурные фирмы различаются в зависимости от формы и размеров — от мелких агентств, совершающих сделки в масштабах одного региона, например в Гренобле, до национальных фирм и глобальных организаций, таких как Арех. Соответственно различаются типы финансируемых ими компаний, методы ведения дел и предлагаемые условия. Транснациональные фирмы интересуются глобальными отраслями, находящимися на стадии становления, что особенно характерно для технологических отраслей. Более мелкие, региональные игроки в меньшей степени увлечены глобальной эволюцией отраслей. Для них более важны связи с местными предпринимателями. Если ваша компания претендует на роль сильного регионального игрока, но не более, или же она занимает особую нишу в пределах вашей страны (работая, например, в области розничной торговли), то нет смысла тратить время на транснациональные фирмы. Слишком многие фирмы не жалеют своего времени на поездку в Кремниевую долину (или Бостон). Возможно, это и вправду сердце венчурного сообщества, однако венчурные фирмы, имеющие интересы в Европе (их пока не так много), по большей части содержат европейские представительства. Отправляться в подобное путешествие стоит только в особых случаях.

Когда вы разделили венчурные фирмы на эти широкие категории, остаются три очень важные вещи, которые следует знать о фирме, но они

часто игнорируются. Имеют ли они деньги (или их способность финансировать вашу компанию зависит от того, сумеют ли они собрать средства для формирования фонда)? Производят ли они вообще инвестиции или же занимаются «сортировкой» и без того урезанного портфеля. Какое время они существуют (*предпринимали ли они когда-либо второй раунд финансирования и какой у них послужной список*)? В Кремниевой долине старейшие фирмы имеют за плечами по 12 фондов. Многие европейские фонды имеют на своем счету один или два фонда.

Возможно, вам не удастся ответить на эти вопросы до момента первой встречи, однако это проблемы, на которых часто спотыкаются многие предприниматели. Один лондонский венчурный капиталист позвонил в компанию, в которую планировалось произвести инвестицию, непосредственно в день подписания контракта и объяснил, что сделка отменяется, поскольку ему не удалось собрать фонд.

Теперь обратимся к тому, ради чего, собственно, предприниматели идут к венчурным капиталистам, помимо денежных средств. «Добавление стоимости» (adding valuing) является одним из самых избитых выражений в венчурном бизнесе и даже более бессмысленным, чем аналогичный американский термин «экспертные знания в области строительства компаний» (company building expertise). Оба термина, однако, могут быть одинаково бессмысленными. «Представляют ли венчурные капиталисты то, как утомительно вновь и вновь слушать о добавлении стоимости?» — спросил один предприниматель. Мне, по роду моей журналистской деятельности, не раз приходилось изумляться упорству, с которым венчурные капиталисты твердят одно и то же на всех презентациях, всякий раз умудряясь при этом вкладывать в свои слова совершенно иной смысл. Они даже затрудняются прийти к единому мнению по поводу ответа на фундаментальный вопрос: Кто же является клиентом венчурных капиталистов? Согласно материалам компании Benchmark, венчурный бизнес предоставляет «предпринимателям услуги превосходного качества». Мюнхенская венчурная фирма PolyTechnos на своем веб-сайте заявляет в качестве своей цели «обеспечение стабильно высоких доходов своим инвесторам». Обе организации привлекают средства одним и тем же способом, но отличаются совершенно различным представлением о себе и, соответственно, совершенно различным поведением (при этом нет оснований заявлять, что одна из них лучше другой).

Что же они, в действительности, предлагают? Гай Кавасаки, один из основателей компании Apple, изобрел термин «деньги, обусловленные наличием связей» (connected money). Он имел в виду, что в венчурном бизнесе многое может быть сведено к ценности связей фирмы. Достоин-

ство фирмы зависит от того, что представляет собой тот «круг знакомств» (т. е. компании, клиенты, другие венчурные капиталисты, потенциальные новые члены команды), в который она вводит своего клиента (т. е. каким людям она может вас представить). Согласно закону больших чисел, вы едва ли являетесь клиентом одной из ведущих венчурных фирм (не в последнюю очередь вследствие того, что почти все они — американские), однако знание принципов их работы даст вам представление о том, к чему следует стремиться. Джо Шендорф из компании Accel, который заведует корпоративными и стратегическими отношениями фирмы, обедает в доме Майкла Делла. Стив Балмер, президент и генеральный директор корпорации Microsoft, появляется в офисе раз в месяц. Немногие европейские венчурные капиталисты хотя бы близко подошли к подобному уровню контактов, включая, разумеется, европейские представительства фирм из Кремниевой долины, которые пока еще находятся в процессе создания. Однако лучшие фирмы готовы к самому открытому подходу.

Следующий вопрос состоит в том, готов ли венчурный капиталист взять на себя инициативу и сделать «нужный» звонок от вашего имени. Один предприниматель рассказывал, как его «представляли» третьему лицу в иерархии компании Nokia. Предпринимателю просто-напросто послали электронное письмо с телефоном и именем нужного человека (которые предприниматель и так знал), и ни о каком реальном «представлении» речи даже не шло. Компания 3i является примером инвестора, в портфеле которого содержится множество компаний. Однако эта организация часто подвергается критике за то, что она слишком вяло использует этот гигантский актив во благо инвестируемых ею компаний (впрочем, в настоящее время группа ведет активную работу в этом направлении).

На многие из этих вопросов вы получите достаточно полный ответ, когда у вас будет больше опыта общения с определенным венчурным капиталистом (см. главу 12). Связи с другими венчурными капиталистами также важны, если вас интересуют последующие раунды финансирования. Возникают вопросы: являются ли они уважаемыми фирмами? Нравится ли другим венчурным капиталистам работать с ними?

Другим важным фактором может быть качество консультирования. Специалист, хорошо разбирающийся в проблемах вашей отрасли, может оказать неоценимую помощь при формировании вашей компании. Сэр Роналд Коэн рассказал о своем первом впечатлении о Майке Линче, основателе компании Autonomy, как полагают, самой успешной инвестиции Арах, и первом британском «миллиардере на бумаге» в технологическом бизнесе. Когда Линч появился в офисе, он «произвел впечатление очень умного парня, однако сфера приложения его технологии была относи-

тельно узкой — его программу распознавания образов для идентификации номеров автомобилей и лиц можно было использовать для нужд полиции. Лишь вступив во взаимодействие с Джоном Макмонигаллом (который был тогда ведущим экспертом фирмы в области телекоммуникаций), мы поняли, как использовать это программное обеспечение в среде Интернета».

Худшая разновидность венчурных капиталистов представлена людьми, оторванными от действительности и не вступающими в контакт. Один французский инвестор рассказал о компании, специализирующейся на дизайне кухонь, в которую он и еще несколько человек вложили свои деньги. Компания выпустила новый каталог. «Каждый имел собственное мнение по поводу того, какие образцы некрасивы и должны быть удалены. Однако их взгляды были абсолютно нерепрезентативны, поскольку доходы людей, входивших в данную выборку, по шкале доходов можно было отнести к верхней 0,1% французского населения. В результате их мнения по поводу продукции были абсолютно бесполезны».

Выбирайте людей, ставящих перед вами непростые задачи. Если они не «жалеют» вас в процессе инвестирования, то, скорее всего, они смогут оказать вам помощь, когда будут заседать в правлении вашей компании (как видно из опыта Саймона и специализированного торговца). В эпоху бума многие венчурные капиталисты заваливали Марка Састера бутылками шампанского и предлагали билеты на соревнования «Формулы-1» — только для того, чтобы получить допуск к раунду финансирования. И лишь один венчурный капиталист был оригинален в своем подходе, который на первый взгляд казался самым неуклюжим. Фирма GRP была «очень трудным партнером». Они требовали массу дополнительных данных и аналитического материала. Им хотелось иметь рекомендации от множества людей. Никто другой не делал ничего подобного. И именно это понравилось Састеру в GRP. Его отношение было продиктовано очень простым уроком, вынесенным из работы в качестве консультанта в области менеджмента. Именно трудные клиенты, из-за которых ему приходилось вставать на работу ни свет ни заря, оказывались в итоге самыми ценными. Остальные менеджеры не соглашались с ним и были готовы отказаться от денег GRP, однако точка зрения Састера возобладала.

Завоюете ли вы внимание венчурных капиталистов? Это станет ясно по стилю их работы, с которым вы познакомитесь в процессе взаимодействия. Однако общее представление можно получить, посетив веб-сайт компании. Например, там можно узнать количество мест в правлении, приходящееся на одного партнера. Может, это — фирма, которая предпринимает 50 инвестиций в размере 2 млн долл. на фонд с пятью партнерами и в среднем



рассчитывает на 10 мест в правлении на одного партнера. А возможно, она нацелена на крупные доли в мелких компаниях. С точки зрения финансовой эффективности оба случая — равноправны. Однако если вы ожидаете, что ваш партнер будет быстро реагировать на телефонные звонки или появляться на собраниях правления, то первый случай — не для вас. Кроме того, выбор зависит от ваших устремлений. Один предприниматель честно признался: «Наш венчурный капиталист удачно сочетает практичный подход и не слишком жесткие условия. Эта встреча оказалась очень неожиданной, поскольку это первый человек, который дал нам деньги».

Как они себя поведут, когда тучи начнут сгущаться? Спад может побудить многих венчурных капиталистов к активному вмешательству в дела финансируемых ими компаний. Частью вашего исследования должно стать выяснение того, какие венчурные фирмы в трудные времена окажут вам помощь, а какие — просто-напросто впадут в панику. Для личностей, подобных Джону Кэшу, изменение команды менеджеров является весьма привлекательным инструментом, к которому они частенько прибегают. Важным элементом маркетингового представления венчурных капиталистов является их заявление, что они увеличивают шансы компании (заметим, что не шансы основателя) на выживание. Но правда ли это? Как венчурный капиталист будет распределять свои усилия между преуспевающими и бедствующими портфельными компаниями. Многие венчурные капиталисты не дают на это внятного ответа. Вот что говорит некий инвестор: «Секрет состоит в максимальном увеличении стоимости успешных фирм и в сокращении убытков “неудачников”. У вас будет один крупный “победитель” из десяти. Так что вам придется тратить свое время на “номер три”, на “номер четыре”, на “номер восемь” и на “номер девять”». Другие полагают, что все свое время необходимо тратить на победителей и — хотя они не говорят об этом открыто — покидать неудачников.

Еще одна разделительная линия проходит между небольшими независимыми фирмами, такими как Amadeus, и крупными организациями (компания 3i). Критика 3i является весьма популярным занятием. Эту фирму «любят ненавидеть» как предприниматели, так и конкурирующие венчурные капиталисты. Когда 3i резко свернула свои технологические инвестиции в течение 2001 г., она оставила после себя шлейф весьма раздосадованных компаний. Централизованная система принятия решений может стать причиной крайнего недовольства на уровне портфельных компаний — у них возникают проблемы при разрешении конкретных ситуаций, которые просто игнорируются, поскольку «это может создать прецедент». Гай Кавасаки имел свое собственное мнение по поводу деятельности 3i. Когда его познакомили с угрюмой штаб-квартирой компании 3i на берегу

Темзы, он воскликнул: «Это — будущее венчурного капитала» — и начал делать фотографии. Почему? Несколько этажей, занятых венчурными капиталистами, сидящими за своими столами, говорили ему о надлежащем институциональном устройстве, принципиально отличавшемся от сомнительных офисов товариществ из Кремниевой долины.

Как уже упоминалось, вопрос о размерах венчурной фирмы представляет собой трудную задачу. Вам следует подумать о будущих отношениях с инвестором, исходя из интересов компании. Если же вашим инвестором является институциональный венчурный капиталист, то вы будете работать с фирмой, т. е., скорее всего, с менеджерами по работе с клиентами, которые могут меняться с пугающей быстротой. «Если же вы имеете дело с небольшой венчурной фирмой, то вы непременно встречаетесь с первыми лицами. Однако мне сложно представить предпринимателя, который запросто мог бы повидать Брайана Ларкомба [главного исполнительного директора 3i]», — заявил один предприниматель (никогда не финансировавшийся 3i). Как и в любой другой сфере, связанной с профессиональными услугами, вы будете сталкиваться с совершенно различными венчурными фирмами. Хотя в целом 3i управляется вполне профессионально, предприниматель может посчитать инвестиционную процедуру не слишком дружелюбной. Однако крупная организация обладает такими преимуществами, как широкий географический охват, доступ к обширному кругу потенциальных клиентов и поставщиков, а также хорошо организованная инвестиционная процедура (по крайней мере, в теории).

Что касается более мелких венчурных фирм, таких как товарищества, то здесь выбор предпринимателя обусловлен скорее его симпатиями к конкретной личности, а не к фирме. Это может оказаться вполне законным основанием для предпочтения. Однако вам следует призадуматься о весе, которым обладает в данной организации эта личность. Станет ли она «ломать копья» ради вас? Приведем снова аналогию Марка Састера, которую он вынес из своей работы в качестве консультанта:

*— Ваш наставник ломает копья ради вас на собраниях, посвященных кадровым вопросам. Он будет спорить с другими работниками, продвигающими собственных протеже. Вопрос в данном случае идет не о том, какой кандидат на должность лучше, а о том, какой наставник окажется лучше. Венчурный капиталист, который вам нужен, способен прийти на собрание и заявить: «Я знаю, что нам пришлось списать со счетов 10 компаний, но уверяю вас, что предприниматель X — лучший в своем деле». Многие окажутся слишком робкими, чтобы заявить нечто подобное. Я знаю, что Пьер [партнер GRP, который предпринял инвестицию в Build Online], будет бороться за меня до*

*могилы, если он убежден в своих взглядах. Если же он лишится этой уверенности, он в два счета выставит меня за дверь.*

## Сколько?

Структуры, занимающиеся финансированием, меняются по мере развития цикла. В период бума венчурные фирмы хотели совершать сделки самостоятельно. В период спада они стали более склонны к инвестициям, объединяющим две или большее количество фирм. Количество инвесторов, которое вы выберете, зависит от судьбы ваших переговоров, однако здесь нужно иметь в виду несколько факторов.

Если у вас есть только один венчурный инвестор, то очевидно, что это ограничивает ваши возможности. Может случиться, что их средства будут исчерпаны к моменту следующего раунда финансирования. Конечно, в идеале вы выберете фонд, который зарезервировал достаточную сумму денег для последующих инвестиций. Однако, как мы видели, венчурные фирмы меняют сферы своих основных интересов. Кроме того, они меняют географию своей деятельности (американские инвесторы «возвращаются домой»). Фирма также может начать инвестировать на иных стадиях, чем это делала раньше (например, перейдя к более позднему инвестированию). В среде с жесткими условиями финансирования вы отдаете себя на откуп их прихотям. Один предприниматель, получавший финансирование со стороны нескольких венчурных фирм, был занят очередным раундом финансирования, одновременно ведя переговоры о слиянии со своим конкурентом по отрасли, финансируемым одним крупным венчурным капиталистом: «Мы просили 66% [конкурента], так что мы получили лучшие условия. [Крупный венчурный капиталист] позвонил нашему потенциальному ведущему инвестору и предложил ему финансировать [нашего конкурента]. Через четыре недели [наш конкурент] был банкротом. [Крупный венчурный капиталист] сыграл в покер и проиграл».

Возможна ситуация, когда инвесторов оказывается слишком много, по словам Састера из Build Online, у которого их семь. «Не у всех семи одинаковый аппетит по отношению к нашей компании. У нас слишком много инвесторов, которые недостаточно заняты в игре». Подобная ситуация создает большой простор для множества разновидностей внутренней «игры в покер» с образованием нескольких партий, обладающих разными классами долей, различными правами и отношением к финансируемой компании (более детально этот вопрос будет рассмотрен в главе 17). Кроме того, не так-то просто иметь дело с множеством различных заинтересованных

сторон. Састер советует иметь трех инвесторов: «Потеря одного из них не приведет к остановке всего проекта. Каждый обладает значительной долей, однако не слишком большой, чтобы критическим образом повлиять на судьбу дальнейших раундов финансирования».

## Отталкивающие привычки

Недобросовестных венчурных капиталистов хватает. Краткий список (полный занял бы еще один том) будет представлен ниже (со многими примерами в последних главах). Поведение венчурных капиталистов может измениться к лучшему, только если предприниматели начнут более обстоятельно подходить к предварительной исследовательской работе, а случаи недобросовестного поведения инвесторов будут выявляться.

- ◆ Кража идей/клиентов у предпринимателей. Во многих отношениях это — миф. Как правило, идеи носятся в воздухе, и цену имеет лишь их воплощение. Ходят слухи, что даже уважаемые венчурные капиталисты переправляют бизнес-планы своим портфельным компаниям (по принципу FYI\*). Некоторые венчурные капиталисты проводят также процедуру «дью дилидженс» в отношении соискателя инвестиции лишь для того, чтобы побольше узнать о конкуренте своим существующим инвестициям, особенно, это касается информации о его существующих и потенциальных клиентах.
- ◆ Растягивание перспективной инвестиции, пока у финансируемой компании не иссякнут деньги. В таком случае на него можно наложить штрафные санкции. К сожалению, весьма распространенная практика.
- ◆ Неспособность предпринять новую инвестицию или поддержать старую вследствие нехватки наличности. Существует масса венчурных капиталистов, которые не дают предпринимателю ничего, кроме денег, не менее распространена категория, которая не может даже и этого. Один предприниматель, подписавший договор, потратил целое лето, чтобы раздобыть обещанные средства у одной известной шведской венчурной фирмы.

\* FYI (For Your Information) — к вашему сведению. Эта аббревиатура используется в электронной почте. Ее присутствие в сообщении означает, что оно не является срочным, не требует ответа или каких-либо других действий. — *Прим. ред.*

- ◆ Инвестирование с последующим немедленным увольнением основателя. Более добросовестные венчурные капиталисты дадут знать, если, по их мнению, необходимы немедленные изменения команды менеджеров. Погоня за сладкоголосыми венчурными капиталистами, убаюкивающими тем, что «все идет прекрасно», является весьма опасным занятием.
- ◆ Увольнение менеджмента на том основании, что ситуация выходит из-под контроля, а венчурный капиталист не может придумать никакой другой меры.

## Бизнес-план

Письмо вышло таким длинным только потому, что у меня не было времени на то, чтобы сделать его покороче\*.

Блез Паскаль, *«Письма провинциала»*, 1657 г.

ВЕБ-САЙТ SLICKMANGO ЗАНИМАЛСЯ РАСПРОСТРАНЕНИЕМ ТОВАРОВ ДЛЯ ЗДОРОВЬЯ через Интернет. Осенью 1999 г. его руководству понадобилось восемь дней, чтобы добиться финансирования от Atlas Venture. Представленный бизнес-план, как хвастливо заявлял один из основателей, Тоби Рауланд, основывался на модели, содержащей 12 млн вычислений. Компания Atlas пожалела о шумихе, поднятой вокруг своего детища, когда сайт стал быстро терять репутацию и оказался одной из самых тяжелых жертв всеобщего помешательства на электронной коммерции. И все же, если верить партнеру Atlas Робу Зегелаару, с которым я разговаривала сразу после выделения средств, вовсе не результаты моделирования побудили его к инвестиции. По его словам, он осознавал, что «реальная жизнь... достаточно сложна и без наших попыток смоделировать ее».

---

\* Je n'ai fait celle-ci plus longue parce que je n'ai pas eu le loisir de la faire plus courte (*фр.*).

## Что такое бизнес-план?

Бизнес-план призван решать несколько задач. Во-первых, его составление поможет вам самим прояснить и более четко сформулировать свои мысли. Еще более важной задачей является ознакомление потенциальных инвесторов с вашей компанией. Однако идет ли речь о безумствах эпохи «мыльного пузыря» или о крайней точке спада, сам по себе план не сможет обеспечить финансирования вашей компании с помощью венчурного капитала.

Инвесторы также отличаются по своим подходам к бизнес-плану. Некоторые из них не станут с вами встречаться, пока весьма дотошно не «пройдутся» по плану, отмечая возникающие вопросы. Другие просто попросят показать десяток слайдов. Многие сначала захотят увидеть резюме, а план потребуют только в случае успешного завершения первой встречи.

Элементы успешного бизнес-плана значительно различаются — в зависимости от природы и стадии существования компании. Содержание бизнес-плана для биотехнологической компании вряд ли будет отвечать требованиям, предъявляемым, скажем, инвестором, вкладывающим свои деньги в сферу услуг. Точно так же проекты «семенной сделки» и финансирования перед IPO требуют различной степени детализации. Однако существуют и некоторые общие принципы.

## Кто составляет бизнес-план?

Составление бизнес-плана не стоит перепоручать третьей стороне. Не следует позволять бухгалтеру или консультанту выражать суть вашего бизнеса за вас, хотя эти специалисты могут оказаться полезными при редактировании. Потенциальный инвестор также может извлечь из вашего бизнес-плана много полезной информации о вашем стиле ведения дел. Плохо структурированный план будет свидетельствовать о том, что вы не слишком годитесь на роль организатора компании. Старайтесь не «разбрасываться». Венчурные капиталисты любят простоту и вполне могут отвергнуть проект, предполагающий выход множества продуктов на множество рынков.

## Старайтесь быть краткими

По-видимому, размер бизнес-плана обратно пропорционален успеху. «Кирпичи» — 100-страничные фолианты со схемами и цветными графиче-

ками — остались уделом инвестиционных банкиров. Венчурные капиталисты не способны удерживать свое внимание слишком долго, если речь идет о бизнес-плане. Двух-, трехстраничное резюме и двадцатистраничный бизнес-план — это все, что в состоянии прочесть венчурный капиталист. У Марка Састера из BuildOnline часто спрашивают совета по поводу составления бизнес-планов: «Предприниматели говорят мне: “Посмотрите на мой бизнес-план. Он *такой* толстый”. Я скорее подумаю, что это *вы* такой толстый. Конечно, я помогу усовершенствовать 85-страничный бизнес-план. Но для начала уберите 70 страниц. Если у вас есть время на составление 85-страничного бизнес-плана, значит, вы — не предприниматель. Вам следовало бы потратить это время на совершенствование продукта или на поиск клиентов».

## Забудьте о технологии

Или почти забудьте. Джузеппе Зокко из Index Ventures утверждает, что значительная часть типичного европейского бизнес-плана посвящена утомительному описанию предлагаемой технологии. Венчурные капиталисты не так уж интересуются особенностями продукта, хотя они и должны знать, в чем состоит уникальность продукции и как она защищена от рыночной конкуренции. Какова ценность продукта, как реализовать эту ценность и как ее увеличить? Потенциальные инвесторы хотят, чтобы вы сознавали, как нелегок путь от интересной продукции к прибыльной компании. Уделите основное внимание объяснению рынка, путям проникновения на рынок, финансовым потребностям компании, а также путям выхода для венчурного капиталиста.

## Резюме

Именно этот документ вы посылаете, когда решаете вступить в первый контакт с венчурной фирмой. Только если план, изложенный в резюме, их заинтересует, вы получите шанс представить подробный бизнес-план. Резюме должно быть кратким и простым. Даже в период спада венчурные капиталисты не перестают быть (и считать себя) «очень занятыми» людьми. Кроме того, они смогут проверить, способны ли вы выделить суть вашего делового предложения и емко выразить ее. Некоторые люди могут весьма красноречиво распространяться о своем видении, однако оказываются в затруднительном положении, когда возникает необходимость сжать свою идею до размеров краткого представления, резюме и плана. Инвесторы знают, что вовсе не болтовня делает бизнес успешным.



Что вы делаете? Для чего вы это делаете? И как вы это делаете? В чем состоит новизна вашего проекта? Каковы ваши конкурентные преимущества? Удивительно, что очень многие предприниматели не в состоянии ответить на эти фундаментальные вопросы. Первое же предложение должно сообщать вашей аудитории, что делает компания и зачем. Венчурные капиталисты жалуются, что они нередко вынуждены прочитывать бизнес-план до конца, так и не уловив, что в действительности делает компания. В первую очередь, вы должны рассказывать не об особенностях вашей технологии, а о неудовлетворенной потребности, которую вы удовлетворяете, или о проблеме, которую вы решаете. Люди с технологическим складом мышления находят эту задачу сложной, таким образом, общение между основателем, который тщетно пытается втолковать венчурному капиталисту преимущества своего фантастического изделия, и венчурным капиталистом, интересующимся только коммерческим использованием продукта и тем, когда потребители смогут его приобрести, превращается в разговор глухих.

Нейл Раймер из Index подчеркивает, насколько важно, чтобы суть предлагаемого бизнеса можно было легко понять. Идея должна завладевать сердцами. Подобно многим инвесторам, он предпочитает проекты, «настолько изящные, чтобы их можно было выразить в двух предложениях. Часто сталкиваешься с тем, что, если предприниматель не способен на это, то его идея оказывается вторичной. Пять абзацев на объяснение вашего предложения — это слишком много».

В чем состоит проблема? Люди часто весьма невнятно отвечают на этот вопрос или же говорят о проблемах, которые трудно назвать неотложными. Проблема, которую вы собираетесь решать, должна быть насущной. Если вы предполагаете, что она действительно насущна, то ее надо *как-то* связать с настоящим моментом. Как это сделать? И почему ваше решение является наилучшим?

Германн Хаузер, один из основателей Кембриджского центра предпринимательства (Cambridge Entrepreneurship Centre), заявляет: «Очень многие умные люди, особенно академические ученые, оказываются беспомощными, когда речь заходит об основополагающих вещах». По его словам, их бизнес-планы напоминают заявки на предоставление исследовательских грантов. «Проблема в данном случае состоит не в избытке интеллекта, а в простой неосведомленности».

## Постижение моды

Не забывайте о том, что жертвы моды являются неотъемлемым элементом в мире венчурного капитала. Стоит, по крайней мере, быть в курсе

очередного модного поветрия. Что ищут инвесторы? Какие специальные слова сейчас «на слуху»? В эпоху Интернета все твердили о «захвате земель», «преимуществах первопроходцев», «глобальном расширении», в которых, как предполагалось, крылся ключ к успеху проектов. В эпоху спада неожиданно возросло значение клиентов. Всем понадобились свидетельства коммерческой успешности продукта. Таким образом, в моду вошли «привлекательность» (свидетельство того, что продукт был продан, т. е. получена выручка) и так называемая «рентабельность инвестиции» (return on investment — ROI), измеряющая эффективность вложения с точки зрения клиента. Последний показатель позволяет ответить на простые вопросы: не завышена ли цена на продукт или услугу, является ли инвестиция работоспособной?

Можно получить хорошую подсказку, если посмотреть, как преподносят себя портфельные компании венчурного капиталиста на своих веб-сайтах. Когда финансирование информационных технологий резко сократилось, все стали изобретать хитроумные способы привлечения клиентов. Так, неожиданно компании, разрабатывающие программное обеспечение, стали через свои домашние страницы зазывать на работу менеджеров по информационным технологиям, менеджеров по системам управления взаимосвязями с клиентами (Customer Relationship Management — CRM\*) и т. д. Косвенно это выявляет критерии, которыми руководствуются инвесторы. Вы не обязаны рабски им следовать, однако учитывать их все же стоит.

## Заключение

Резюме, по сути, представляет собой сжатую форму бизнес-плана. Объясните, как вы намерены делать деньги. Опишите продукт, размер рынка и ваше место на нем. Каковы существующая и будущая конкуренция и чем выделяется ваш продукт или услуга?

Опишите краткую историю вашей компании и условия, в которых она работает. Представьте членов команды, особенно если они обладают опытом работы в отрасли и уж тем более если они являются серийными предпринимателями. Приведите основные финансовые показатели — когда ваша выручка впервые составит 1 млн долл. и когда вы намереваетесь достичь точки безубыточности с точки зрения денеж-

\* Управление взаимосвязями с клиентами и партнерами представляет собой стратегию, основанную на использовании управленческих и информационных технологий, с помощью которых компания собирает информацию о своем клиенте на всех стадиях его жизненного цикла с целью налаживания взаимовыгодных отношений.

ных потоков? Какой объем финансирования вам требуется? Если вы предложите вероятные пути выхода для инвестора, это создаст у него впечатление, что вы знакомы с процессом. Не забудьте сообщить ваши контактные данные.

## Бизнес-план

### Что следует делать

- ◆ Аккуратно оформляйте. Неправильные телефонные номера, грамматические ошибки и неудачный формат создадут впечатление о небрежности и дадут повод усомниться в точности приведенных финансовых показателей.
- ◆ Будьте честными. Не пытайтесь скрыть пробелы в своих знаниях, слабые места и пустующие места в команде.
- ◆ Будьте реалистами. Чрезмерный оптимизм насторожит инвесторов и натолкнет их на мысль, что вы оторваны от действительности.
- ◆ Выявляйте риски и потенциальное вознаграждение.
- ◆ Превратите свое повествование в увлекательную «историю», захватывающую внимание инвесторов. Как сказал Нейл Раймер из Index Ventures: «Нам не нужны ответы на все вопросы. Однако нас нужно увлечь».
- ◆ Поставьте свежую дату. Инвесторы не должны подумать, что до них документ прочли 50 человек.
- ◆ Дайте документ друзьям, коллегам и советникам для критического прочтения.

### Чего не следует делать

- ◆ Не стоит слишком увлекаться описанием преимуществ технологии — в ущерб теме, действительно интересной для инвесторов, а именно: каков потенциальный рынок данной продукции.
- ◆ Не создавайте «кирпич», содержащий детальный план на следующие пять лет.
- ◆ Не допускайте противоречий (особенно между резюме и бизнес-планом).

- ◆ Не стоит прятаться за техническим жаргоном. Вот выдержка из резюме (подготовленного для раунда финансирования E) ныне исчезнувшей компании Reef, которая занималась разработкой программного обеспечения для управления контентом: «Компания Reef обладает решениями для более широкого круга рынков, чем существующие подходы, включая рынок среднего размера (SMB)\*. Мы нацелены на прямые продажи и собираемся поставлять нашу продукцию через VAR\* и VAD\*».
- ◆ Не следует утверждать очевидные вещи (например, употреблять выражение «компетентный менеджмент»). Неужели таким образом вы пытаетесь отгородиться от тех, кто в своих бизнес-планах называет себя «некомпетентными идиотами»?
- ◆ Не стоит создавать из своего творения невнятную мешанину.
- ◆ Не рекомендуется посылать весь бизнес-план целиком по электронной почте. Если венчурный капиталист запросит ваш бизнес-план, лучше послать его на твердом носителе.
- ◆ Совершенно недопустимо лгать, особенно подавать неверные сведения о биографиях членов команды. Венчурные капиталисты без труда смогут обнаружить обман, если проведут процедуру «дью дилидженс» вашей компании.
- ◆ Нельзя включать оценочные величины, поскольку это ограничивает вашу свободу действий и накладывает на вас ненужные обязательства до того, как вам удастся провести надлежащее исследование рынка.

Наконец, для того чтобы избежать неверного цитирования, просто напишите его. Изложите ваш план на бумаге — это поможет вам сконцентрировать мысли. Вы всегда сможете отредактировать его позднее. Писать для ежедневной газетной колонки — это занятие, не оставляющее вам выбора, другое дело — создание книги. Работая над своим детищем, я находила сотни причин, почему не следует начинать писать в этот конкретный день. При этом даже мои расходы принимались в расчет.

\* Small and Medium Business (SMB) — малый и средний бизнес; Value-Added Distributor [Dealer] (VAD) — дистрибьютор [дилер], добавляющий ресурсы, функции и/или услуги; Value Added Reseller [Retailer] (VAR) — реселлер, добавляющий ресурсы, функции и/или услуги. — *Прим. ред.*

## Структура плана

То, в каком порядке составлен ваш план, в значительной степени зависит от вида компании, а также от личных вкусов. Ниже представлены темы, которые ваш план должен охватывать. В основном мы приводили примеры технологических компаний, предназначенных к продаже крупным корпорациям, однако их можно приложить к любой другой модели бизнеса.

### Возможность

*Я не стану изобретать ничего, что нельзя будет продать.*

*Томас Эдисон, 1847–1931 гг.*

*Модель бизнеса, по своей сути, это повествование о том, как работает предприятие.*

Джоан Марретта

(Joan Magretta, Harvard Business Review)

Ваш план должен рассказывать о том, кто является вашим клиентом, почему ему необходима ваша продукция и как вы намерены зарабатывать деньги, поставляя ее клиенту. Томас Эдисон был скорее предпринимателем, продвигающим новшества, чем просто изобретателем. Уильям Нордхаус (William Nordhaus, 1997) доказывает, что Эдисон не совершил никакого качественного скачка в электрических технологиях, когда в 1882 г. предложил лампу с угольной нитью накаливания. В действительности, впервые электрическое освещение было получено при помощи дуговой лампы еще в 1845 г. Эдисону помогало сочетание изобретательской сметки с коммерческой хваткой, когда в 1882 г. он открыл на Перл-стрит электрическую подстанцию, которая вырабатывала электричество и снабжала им Нью-Йорк.

В эпоху бума Катя Верресен, бывший управляющий директор европейского представительства компании Garage Technology Ventures, видела достаточное количество планов, «обстоятельно на многих страницах объясняющих, какие большие возможности предоставляет беспроводной Интернет». Однако, по ее словам, когда речь заходила о коммерческом использовании этой возможности, то сразу возникали проблемы. Не тратьте понапрасну время, пытаясь доказать очевидное.

Избегайте моделей бизнеса, претендующих на «всеядность», в которых рассматриваются все способы, благодаря которым компания может зара-

ботать деньги, поскольку в этом случае венчурному капиталисту останется только гадать, какой из способов действительно важен.

Убедитесь, что вы ответили на вопрос о том, почему люди будут покупать ваш продукт. Ганс-Дитер Кох, бывший генеральный директор венчурного фонда b-business partners, жаловался на бесчисленные предложения от предпринимателей, претендующих на создание «“Мерседесов” в области защиты программного обеспечения». «Что это должно означать? Мне кажется, что это подразумевает нечто весьма дорогостоящее, однако оставляет меня в полном неведении по поводу того, почему люди будут это приобретать». Сформулируйте насущную проблему. Энн Гловер из компании Amadeus вспоминает компанию под названием Bugs Buster (отмеченную в исследовании конкретных ситуаций, проведенном Гарвардской школой бизнеса), которая предлагала избавление учреждений общественного питания от тараканов. Предприниматель гарантировал, что кухни больше никогда не увидят тараканов, хотя в тот момент у него не было ни малейшего представления о том, как он собирается выполнять свое обещание. Тем не менее он знал, в чем заключается проблема.

Если речь идет о технологическом бизнесе, является ли он потенциально «прорывным»? А может быть, вы собираетесь предложить просто-напросто усовершенствованную мышеловку? Если ответ на первый вопрос — положительный, то перед нами встает нелегкая задача: выбрать подходящую модель бизнеса (хотя настоящие «прорывные технологии» являются редкими птицами). Стюарт Эванс, генеральный директор фирмы Plastic Logic, использующей струйную печать для создания пластиковых микросхем, несомненно, руководит бизнесом, у которого есть все шансы стать «прорывным». По его словам, в разработку используемых технологий были вложены огромные интеллектуальные ресурсы. «Мы тщетно пытаемся взглянуть в горизонт. Трудно предсказать, будут ли определенные компании нашими конкурентами, партнерами или клиентами». В конце концов, он сузил область приложения усилий до двух рынков. Причем один из них является «прорывным», а другой — нет. Что касается рынка дисплеев, объем которого составляет 50 млрд долл. (причем почти весь этот объем сосредоточен в Азии), то здесь возможно постепенное завоевание позиций. В сфере же печати микросхем технологии фирмы являются «совершенно революционными». Различные рынки привлекают разных инвесторов: «Одним возможность стать обладателями “прорывных технологий” кажется соблазнительной, другим — пугающей. По своей природе “прорывная технология” требует значительных затрат времени».

Реалистична ли ваша модель бизнеса? Дэнни Чепчел был приглашен на работу компанией Cambridge Display Technology, когда той пона-

добилось привлечь около 10 млн фунтов для строительства завода по производству телевизионных экранов. План не имел смысла в нескольких отношениях. Во-первых, стоимость производственных мощностей приближалась к 200 млн фунтов. Кроме того, Чепчел знал, что доступ на рынок телевизионных экранов крайне затруднен: «Пока никто не заработал денег на производстве телевизионных экранов». Поэтому он избрал своей целью производство мобильных телефонов и применил лицензионную модель бизнеса (что, в конечном итоге, привело к сделке с компанией Philips\*).

Наконец, вы должны решить технические вопросы, связанные с денежными поступлениями, включая синхронизацию денежных потоков (т. е. необходимо добиваться, чтобы платежи поставщикам были привязаны к платежам клиентов). Билл Салман из Гарвардской школы бизнеса пишет (Sahlman, 1997):

*— Инвесторы ищут компании, которые покупают по низким ценам, продают по высоким ценам, рано получают платежи за свою продукцию и поздно оплачивают поставки. Бизнес-план должен указывать, насколько близко компания подойдет к достижению этого идеала. Даже если ответом будет «не очень близко» (а обычно так и бывает), то, по крайней мере, истинное положение вещей может служить предметом обсуждения.*

## Продукция

Данный раздел должен включать детальное описание продукта или услуги как в его нынешнем состоянии, так и в перспективе. Будьте крайне точны в своем описании текущего состояния технологии или услуги — не путайте реальность с ожиданиями. Чем выделяется ваша продукция? В чем состоит ее уникальное преимущество и каковы барьеры для проникновения на рынок? Технические подробности лучше представлять в виде отдельного документа — венчурный капиталист запросит их, если всерьез заинтересуется вашим предложением. Если вы пока обладаете только проектом предприятия, необходимо будет показать, как вы намерены осуществлять переход от опытных образцов к производству продукции и запуску предприятия? Планы должны содержать множество деталей по поводу производства продукции и выгодного размещения производственных ресурсов. Опишите текущие и будущие НИОКР. Какие патенты были получены или

\* Компания Philips приобрела у Cambridge Display Technology лицензию на технологию производства т. н. полимерных OLED-дисплеев. — *Прим. пер.*

планируется получить? Какого рода официальное одобрение необходимо обеспечить?

## История

Не начинайте бизнес-план с истории компании или же с еще более скучной истории соответствующего сектора экономики. Однако после описания продукта можно сообщить о том, кто и когда основал компанию, а также о ее достижениях и объеме привлеченных средств. Не скрывайте проблем. Все молодые компании, особенно технологические, проходят через трудные времена. Потенциальному инвестору будет интересно, какого рода препоны вам пришлось преодолеть и каким образом.

## Рынок

Эта тема представляет живейший интерес для венчурного капиталиста. Джузеппе Зокко из Index Venture утверждает: «В период спада основным вопросом становится не вопрос о команде, а вопрос о прозрачности рынка. Вы располагаете более профессиональной командой, так что командные риски относительно невелики. Напротив, в период роста множество людей стремится “найти свой счастливый шанс” (или то, что им кажется счастливым шансом), однако в целом они менее подготовлены к такого рода деятельности».

### *Насколько велик рынок и каковы, по-вашему, перспективы его роста?*

Вы должны определить, какой объем рынка вы собираетесь обслуживать. Небольшие компании обычно выбирают себе специализацию («нишу»). Венчурный капиталист отнесется с куда большей симпатией к строго определенной «нише», чем к невнятному намерению добиваться доли рынка, равной по объему 10 млрд долл. Прогнозируете ли вы быстрый рост всего рынка или только вашего конкретного сегмента? Укажите, каковы масштабы вашей компании с точки зрения выручки.

### *В какой степени ваша продукция удовлетворяет запросам рынка?*

По словам Гая Кавасаки из Garage Technology Ventures, он хотел бы иметь простор для «фантазии» по поводу объемов рынка, а не «подвергаться атаке



доказательств». Он не советует верить инвестора, что вы собираетесь отхватить 1% от рынка медицинского оборудования, объем которого составляет 300 млрд долл. «Лучше скажите мне, что каждый из 65 млн больных диабетом нуждается в одном из ваших диагностических устройств».

Дорогостоящие независимые исследования рынка, несомненно, дискредитировали себя еще со времен эпохи бума. В тот период компании могли фактически «заказывать статистику» у больших исследовательских групп. Вся процедура превратилась в бессмысленный «круговой» процесс. Аналитики получали свои цифры из разговоров с предпринимателями, а затем производили на свет свои предсказания, которыми предприниматели щедро «заправляли» свои бизнес-планы, чтобы произвести впечатление на венчурных капиталистов.

Многие венчурные капиталисты утверждают, что они предпочитают «восходящий анализ» «нисходящему подходу». Они более охотно познакомились бы с анализом «реального мира», построенным на предположениях о цене первоначальных продаж. Они также хотели бы знать, почему структура рынка благоприятна для успеха мелких фирм. Кроме того, важен раздел, посвященный стратегии ценообразования и планируемой марже прибыли. Насколько реалистичны эти оценки в контексте отрасли, в которой вы работаете? Имейте в виду, что ценообразование является скорее динамичным, чем статичным процессом, так что вы должны учитывать грядущее снижение цен, связанное со вступлением в отрасль конкурентов.

## Клиенты

Арнольд Хаммер, бывало, говорил: «Продукт не является продуктом, до тех пор пока не найдется желающий заплатить за него». Что представляют собой ваши клиенты и почему они будут покупать вашу продукцию? В период бума люди умудрялись добиваться финансирования, заявляя, что «они проводили дискуссии с Tesco». Подчас это означало, что им удавалось оставить свое сообщение на автоответчике в ожидании ответного звонка. Сегодня требуется бóльшая точность. Сотрясение воздуха названиями известных компаний больше никого не может устроить. С кем именно из работников солидных организаций вы общались? Как они принимают решения о покупках? Каков их бюджет? Венчурные капиталисты часто знают (или должны знать) ключевых сотрудников этих компаний, так что попытка блефа едва ли имеет шанс на успех.

Венчурные капиталисты нередко жалуются, что многим европейским бизнес-презентациям не хватает того, что в США называется планом «стратегического маркетинга». Какие именно потребности вы собираетесь

удовлетворять? Сегментируйте рынок. Какую подгруппу ваших клиентов вы собираетесь охватить в первую очередь и как вы намерены добиваться расширения круга клиентов? Один венчурный капиталист постоянно подчеркивает в этой связи важность клиента, а не технологии: «Мы ищем людей, осознающих, в чем состоят их преимущества и как они собираются развиваться на их основе. Подобные люди встречаются редко. Зачастую предприниматели не могут сказать вам, как они собираются сделать свой первый миллион на продажах или насколько продукт удовлетворяет запросам клиентов». Марк Састер из BuildOnline делит потенциальных клиентов на «кроликов», «олений» и «слонов»:

— *Особенность «кроликов» (т. е. клиентов, заключающих небольшие контракты на 2 тыс. долл.) состоит в их больших количествах и повсеместной распространенности. Поэтому возникает искушение добиться их внимания. На самом же деле, их не так-то просто «поймать», а если это и удастся, они не принесут много «мяса». Другое дело «слоны»: на охоту за ними можно потратить шесть или более месяцев, но зато и «мяса» они приносят в избытке. Лучшие всего добиваться сочетания «слонов» (контракты на 200 тыс. долл.) и «олений» (средние контракты, которые обеспечивают щедрую «добычу» и уравнивают «слонов», так что последние не обладают слишком большим рычагом в списке клиентов).*

Какова доходность инвестиции в расчете на клиента? В период спада бюджеты, выделяемые на «эксперименты», сокращаются. Компании больше не чувствуют необходимости проверять технологии, исходя из чисто стратегических соображений. Определите окупаемость для корпоративного покупателя. В идеале продукция должна окупаться в течение трех месяцев, максимум, одного года.

## Распространение продукции

Как вы собираетесь попасть на рынок и во сколько это обойдется? Как указал Зокко: «Все лучшие компании, созданные в прошлом, — такие, как корпорации Oracle и Cisco, — недооценивали имеющиеся возможности, не принимая во внимание какой-нибудь важный фактор. Вместе с тем, они чересчур оптимистично оценивали сроки проникновения на рынок». Инвесторы хотят видеть подробное описание каналов распространения продукции. Какие продажи вы предпочтете — прямые или непрямые? Если ваш выбор падает на прямые продажи, то какой должна быть численность команды, занимающейся продажами. Если же

вы собираетесь распространять свою продукцию через сеть дистрибьюторов, то сколько вы намерены им платить? Если у вас технологическая компания, выбравшая лицензионную модель бизнеса, то чем обусловлен ваш выбор и как вы намерены реализовать его? Какого рода партнерство вы планируете построить? Что вы думаете по поводу рекламы, связей с общественностью (PR) и, если это актуально, стратегии в области развития бренда.

## Конкуренция

Как ни странно, чем больше вы об этом скажете, тем лучше. Это покажет глубину вашего понимания рынка. Как любит говорить Кавасаки: «Если вы утверждаете, что конкуренции не существует, это может означать две вещи — либо рынок отсутствует, либо вы просто несведущий субъект, не знающий, как обращаться с поисковой системой Google в Интернете».

Кто является вашим конкурентом? Каковы их преимущества и слабости? Какова будет их реакция на ваше появление? Каковы барьеры для входа на рынок. Любую вещь можно воспроизвести, если иметь достаточно много денег. Каковы ваши конкурентные преимущества?

## Люди

Венчурные капиталисты, как гласит пословица, ставят на жокея, а не на лошадь, так что раздел, посвященный людям, чрезвычайно важен. Теоретически лучшие предприниматели выбирают лучшие возможности. Вы не станете хорошим предпринимателем, если выбираете неудачные идеи. С другой стороны, нет недостатка в плохих предпринимателях, выбирающих удачные идеи. Если модель не работает, предприниматель меняет модель. Билл Салман (Sahlman, 1997) утверждает, что он всегда читает эту часть плана в первую очередь, задавая при этом тремя вопросами: «Что они знают? Кого они знают? Насколько хорошо они это знают?»

Венчурного капиталисты больше интересуют опыт работы в команде и реальные достижения, чем университет, который посещали претенденты на финансирование. Уделите особое внимание первым двум факторам и сведите к минимуму описание вашего образования, за исключением тех случаев, когда это уместно (например, если речь идет об основателе со стороны научного сообщества). Будьте точны. Фраза «12 лет работы в области маркетинга» не скажет потенциальному инвестору абсолютно ничего. Расскажите об опыте работы в сходных сферах бизнеса. Если члены команды и раньше работали вместе, тем лучше. Насколько хорошо

отдельные работники известны в отрасли — клиентам и поставщикам? Это поможет небольшой компании решить сложную задачу привлечения внимания. Не скрывайте незаполненных вакансий в команде. Представьте основных членов команды и правление (в той степени, в какой это будет уместным).

Наконец, не отбрасывайте нестандартных путей привлечения внимания инвесторов. Чарльз Ирвинг вспоминает автора одного бизнес-плана, который упомянул, что был когда-то чемпионом по воднолыжному спорту для участников с босыми ногами: «На первой встрече я все время смотрел на его ступни».

## Финансовые показатели

В период бума Кавасаки частенько сетовал на то, что все бизнес-планы, которые он видел, обещают доход в размере 75 млн долл. на третий год существования компании (независимо от того, идет ли речь о производстве полупроводников или же продукции органического земледелия). Предсказание продаж на пять лет вперед, не говоря уже о прибыли, несомненно, относится к области фантазий, особенно если речь идет о сложных и изменчивых рынках. Таким образом, доверие к плану быстро иссякнет, если вы с точностью до последнего цента укажете прибыль, которую вы планируете получить в третьем квартале второго года. Чем моложе компания, тем меньше смысла имеют цифры. Ирвинг из венчурной фирмы *Rond*, финансирующей компании на самых ранних стадиях, указывает: «На том этапе существования компаний, который нас интересует, невозможно говорить о каких-либо финансовых показателях. Это вопрос субъективных суждений. Мы смотрим на команду, технологию, на глобальный потенциал рынка».

Когда Эванс из *Plastic Logic* в прошлый раз собирал средства для формирования фонда, он включал в договоры финансовые условия, которые будут действовать только до конца следующего года. «Таблицами иногда прикрывают отсутствие мысли, — предостерегает он. — Что в особенности интересует хороших венчурных капиталистов, так это базовые предположения, идея, ставшая побудительным мотивом для возникновения компании».

Если в вашем распоряжении имеются исторические данные, включите годовые бухгалтерские балансы, отчеты о прибылях и убытках, а также отчеты о движении денежных средств. Что касается прогнозов, то вам следует добавить текущий бухгалтерский баланс, а также месячные отчеты о прибылях и убытках и о движении денежных средств за первые

два года или за первый год, а также квартальные отчеты за следующие два года. Будьте готовы обсуждать перспективы с третьего года по пятый. Венчурные капиталисты любят модели, в которых можно изменять базовые предположения. Кроме того, их заинтересуют детали, включая планируемые расходы, классифицированные по областям (НИОКР, маркетинг и т. д.). Не конструируйте модель, «подгоняя» цифры, поскольку ваши махинации будет несложно обнаружить. Важны также честная оценка рисков, выяснение природы этих рисков, а также ваша оценка их вероятности. Опять же, сегодняшние инвесторы стремятся к реализму.

## Долевая структура капитала

Если предположить, что вы не являетесь начинающей компанией в чистом виде, то инвесторы захотят узнать, что и кому принадлежит. Чем «чище» долевая структура капитала, тем лучше, — никаких «варрантов, принадлежащих веб-дизайнеру», «опционов для доктора», сложной системы классов акций с несколькими раундами финансирования со стороны «бизнес-ангелов». Венчурные капиталисты также не любят, когда основателю принадлежит 98%, а другим членам команды — ничего.

## Какой объем средств вы собираетесь привлечь?

В период спада, когда оценки низки, а возможности выхода ограничены, очень сложно добиться финансирования моделей бизнеса, требующих привлечения значительных объемов капитала. Мы приведем пример, предоставленный Герри Монтанусом из компании Atlas, который поможет разобраться в причинах подобной ситуации (см. таблицу ниже). Предположим, венчурный капиталист ожидает, что компанию в свое время можно будет продать за 150 млн долл.

В модели предусмотрены три раунда финансирования — серии А, В и С. Оценка предварительной стоимости означает оценку, данную компании до осуществления инвестиции, а оценка постинвестиционной стоимости — после ее осуществления. Последнюю оценку можно получить, прибавив величину инвестированных средств — в данном случае 8 млн долл. — к оценке предварительной стоимости. Если венчурная фирма инвестирует 8 млн долл., а оценка предварительной стоимости также составляет 8 млн долл., то эта фирма получит в свое распоряжение 50% компании, оценка постинвестиционной стоимости которой будет равна 16 млн долл.

	Внесенные средства (млн долл.)	Оценка предварительной стоимости (млн долл.)	Оценка пост-инвестиционной стоимости (млн долл.)
Серия А	8	8	16
Серия В	15	32	47
Серия С	25	70	95

Оценка предварительной стоимости серии В, составляющая 32 млн долл. теоретически обеспечила бы инвестору доходность 100%. Если инвестор серии В инвестирует на основе предварительной оценки, равной 32 млн долл., то эта величина в два раза больше оценки пост-инвестиционной стоимости серии А. Теоретическая доходность, равная 100%, связана с тем фактом, что инвестор вкладывает деньги на самой ранней, самой рискованной стадии. Теоретическая доходность, которой достигает инвестор серии В за период между сериями В и С, позволяет ему увеличить вложенные средства уже меньше чем в два раза. Менее чем двукратную отдачу получает и инвестор серии С, который осуществил выход на основе оценки, теоретически составляющей 150 млн долл. Это не та исключительная доходность, к которой стремятся венчурные капиталисты.

Другая проблема состоит в том, что венчурные капиталисты неохотно берут на себя контрольные пакеты компаний на первоначальном этапе. Зачастую это неблагоприятно влияет на структуру их налогов. Кроме того, дальнейшие раунды финансирования постепенно «разбавляют» доли основателя или основателей.

Если вы полагаете, что для достижения прибыльности вам нужно 40 или 50 млн долл., не забудьте взглянуть на ваши потребности в капитале в контексте будущего выхода для венчурного капиталиста. Из тактических соображений на растущем рынке вам будут советовать просить меньше, чем это необходимо, — чтобы получить как можно больше по максимальной оценке. Если вы станете утверждать, что все ваши финансовые нужды полностью удовлетворены, то на вас будут смотреть как на диковинку и вы вызовете повышенный интерес к себе. В период спада ситуация меняется на прямо противоположную, и вам требуется щедрая порция реализма, чтобы оценить, сколько денег вам удастся при-

влекать с учетом тех невысоких оценок, которые, скорее всего, получит ваша компания. В этом разделе плана следует указать, сколько денег вам требуется (можно в виде диапазона) и как вы намерены их использовать. Если вы просите слишком много, инвесторы проигнорируют ваш запрос из опасения, что вы растратите их средства. В то же время требуется придерживаться золотой середины. Если вы просите слишком мало, вы станете несведущим человеком, не имеющим представления о средствах, необходимых для создания прибыльной компании (например, фирме, занимающейся разработкой программного обеспечения, могут потребоваться 20 млн долл. в дополнение к имеющимся 30 млн). Кроме того, венчурные капиталисты, остерегающиеся риска, по-видимому, склонны забывать, что для получения серьезных результатов компании придется достаточно быстро тратить деньги, т. е. в течение 2–3 лет нести убытки.

Укажите, на каком раунде финансирования вы предполагаете достичь прибыльности. Для этого придется потрудиться. В период бума всегда можно быстро найти инвесторов для нового раунда финансирования, предлагающих более высокую оценку. Во времена спада новые раунды приносят более низкие оценки (понижающие раунды) или оставляют оценки неизменными. Это заставляет венчурных капиталистов с подозрением относиться к сделкам друг друга. Кроме того, следует учитывать, что последующие этапы финансирования во многом зависят от достижения специальных промежуточных целей. Инвесторы должны убедиться, что продукция работает, принося первоначальные доходы, клиентская база расширяется, а денежные потоки становятся положительными и т. д.

## Выход

*Неверно* заявлять: «Стратегически мы нацелены на выход посредством первоначального публичного предложения (ИПО) по оценке, равной 100 или 150 млн фунтов». Особенно неуместны эти обещания во времена, когда для ИПО рынок закрыт. Любое упоминание ИПО должно сопровождаться признанием непредсказуемости публичных рынков. Употребление же точных цифр является признаком наивности. Лучше укажите, какого рода покупатели будут заинтересованы в приобретении вашей компании.

Весьма существенно увеличились временные рамки. В эпоху бума, когда компании выходили на публичный рынок через два года после возникновения, а покупатели их акций мнили себя венчурными капиталистами, возник стереотип «выхода на рынок в течение 3–5 лет». Теперь венчурные капиталисты вернулись к организации реальных компаний и стала использоваться более реалистичная оценка — 4–7 лет. Однако упоминание о вы-

ходе позволит вам выделиться из толпы. Питер Ингландер из Arah Partners утверждает, что большинство бизнес-планов совершенно упускает из виду эту тему. «Они предоставляют нам самим поразмыслить по этому поводу, поскольку уверены в грандиозном успехе своих компаний».

## Оценка

Хотя уже с самого начала полезно задумываться об оценке, едва ли имеет смысл приводить ее в резюме или бизнес-плане (хотя многие предприниматели без колебаний делали это в эпоху бума, когда каждый имел весьма завышенное представление о стоимости своей компании). Если вы укажете слишком высокую оценку, вы будете отвергнуты как нереалистичная особа. Если же вы проявите чрезмерную осторожность, вы рискуете получить меньшую сумму, чем готов предоставить венчурный капиталист.

Примерные оценки становятся уместными только тогда, когда переговоры зайдут достаточно далеко: «Нам требуется от 5 до 8 млн долл. для достижения выхода, и за это мы готовы отдать, например, от одной четверти до одной трети компании». Большинство венчурных капиталистов не жалует предпринимателей, уделяющих чрезмерное внимание оценке. В то же время не нужно быть наивным. Герри Монтанус полагает, что чрезмерное доверие к венчурному капиталисту попросту неразумно: «Мне не нравится, когда основатели интересуются моим мнением по поводу стоимости своих компаний».

Во-первых, помните, что оценка — это искусство, а не наука. Сразу после того, как небольшая типично английская венчурная фирма Elderstreet с легким доступом к финансам была приобретена компанией Dresdner Kleinwort Wasserstein, ее основатель Майкл Джексон шутил с коллегами о ее новых владельцах: «Немцы спрашивали о системах, применяемых в Elderstreet, — рассказывал он им. — Они задали ряд вопросов о том, как фирма функционирует, что, например, представляет собой “процесс оценки”», — он рассмеялся и покрутил пальцем в воздухе.

На первых стадиях существования компании, когда твердые критерии отсутствуют, цена попросту представляет собой сумму, которую готовы заплатить за нее покупатели. В период спада для венчурного капиталиста фундаментальным становится вопрос о том, стоит ли вкладывать средства в конкретную компанию. Оценки — настолько низкие, что о цене вопрос не стоит. Это весьма сильно отличается от ситуации в период бума, когда все знали, куда следует инвестировать, и вопрос стоял лишь о цене. Марк Састер выразил точку зрения предпринимателей: «Вы можете составить все таблицы на свете и произвести самые мудреные вычисления на осно-



ве мультипликаторов выручки и дисконтированных денежных потоков. Однако, если вы представляете начинающую компанию и у вас нет послужного списка, венчурные капиталисты скажут: «Мы не верим в ваши цифры. Большинство начинающих компаний обещает, что оценка пост-инвестиционной стоимости составит 3 млн фунтов». Оценки может дать только рынок. Вам придется повидать достаточное количество инвесторов, чтобы получить представление о стоимости». И помните, что оценка — и в настоящей книге это неоднократно подчеркивается — не определяется только одним фактором, на нее влияет все, включая качество инвестора и условия инвестиционного соглашения.

Оценки конца 1990-х годов были никак не связаны с прибылью, которую — если кто-либо вообще упоминал о ней, — можно было ожидать только через несколько лет. Мало того, оценивались даже несуществующие модели бизнеса и бренды. Как заметил осенью 1999 г. Крис Гру, старший партнер юридической фирмы Hale and Dorr (*Financial Times*, 1999): «Любой венчурный капиталист, утверждающий, что он обладает верным способом оценки начинающей интернет-компания, нагло лжет или задумал нечто не вполне законное». Если к искусству оценки применяются научные методы, то они принимают одну из нижеследующих форм (список этот далеко не полон).

## Сравнение

Германн Хаузер заявляет, что в течение 2000 г. в качестве оценок повсеместно использовались мультипликаторы выручки. Если же выручки не существовало, то использовались какие-нибудь заменители либо мультипликаторы величины, определенной «на глазок».

В январе 2000 г. он продал английскую компанию E\*Trade UK американской компании E\*Trade US. Эту сделку он охарактеризовал как «одну из лучших сделок в своей жизни». Первоначально американская онлайн-инвестиционная группа (которая, разумеется, была единственным покупателем) оценивала английскую компанию в 80 млн долл. Как рассказывал Хаузер, он поручил одному инвестиционному банкиру провести расследование и разведать, нельзя ли потребовать за E\*Trade более высокую цену. Наскоро были найдены критерии, позволяющие оценить компанию в 450 млн долл., и E\*Trade US согласилась пойти на компромисс, остановившись на цифре 200 млн долл. В начале 1990-х годов, в период биотехнологического мини-бума, компании оценивались исходя из количества сотрудников, имеющих степень доктора философии. Если компания с 50 докторами философии оценивалась в 50 млн долл., то аналогичная на-

чинающая компания с 10 докторами оценивалась, в соответствии с общей логикой, в 10 млн долл.

В настоящее время венчурные капиталисты ушли от оценок «на глазок», служащих весьма грубыми заменителями выручки, которые, в свою очередь, использовались вместо свободных денежных потоков или прибыли. Некоторые из них заявляют, что им необходимы более конкретные меры измерения, однако как они собираются их искать?

Чем моложе компания, тем меньше можно найти критериев для ее оценки. Один инвестор, специализирующийся на дочерних компаниях университетов, утверждает: «Мы сядем и будем вместе с командой размышлять, сколько денег им требуется. Пусть, например, им нужно 5 млн долл. Затем мы выясним, какая доля окажется мотивирующей для каждой стороны — для нас, для основателей (включая университет). Кроме того, нам потребуется 25%-ный пул опционов, если мы собираемся нанять генерального директора». Однако использование сравнимых величин — идет ли речь о частном финансировании сходных компаний или об оценке на публичных рынках — является чересчур поспешным и грубым методом оценки. Но, по определению, информация, касающаяся частных компаний, доступна лишь в очень малом объеме. Даже если оценка известна, финансовые показатели останутся скрытыми от посторонних глаз. Кроме того, отмечаются сильные искажения на региональном уровне. Например, хаотическая «лавина» евро вздула оценки в Германии до головокружительных высот, причем это положение сохранялось не только в период бума, но и в течение некоторого времени после него. Использование оценок публичных рынков также сопряжено с трудностями, поскольку мы должны сделать изрядную скидку на неликвидность частных компаний.

## *Метод венчурного капитала*

Этот метод (адаптированный из заметок Гарвардской школы бизнеса, 1998 г.) предполагает определение стоимости компании в момент выхода, а затем дисконтирование полученной величины к нынешнему уровню:

$$\text{Дисконтированная заключительная стоимость} = \frac{\text{Заключительная стоимость}}{(1 + \text{Целевая норма доходности})^{\text{годы}}}$$

Пусть некий венчурный капиталист планирует вложить 5 млн долл. в начинающую биотехнологическую компанию. При этом ему нужно определить, какова будет доля его участия. После проведения совместной с компанией работы по планированию каждая сторона соглашается на чистую прибыль в седьмой год в размере 20 млн долл. Средний мультипликатор «цена/прибыль»

(price/earnings — PE) для небольшого количества прибыльных биотехнологических компаний, котирующихся на публичном рынке, составляет 15, таким образом, венчурный капиталист предполагает, что заключительную стоимость можно рассчитать как произведение чистой прибыли и мультипликатора «цена/прибыль». В обращении находятся 500 000 акций. Венчурный капиталист считает, что 50% являются вполне приемлемой целевой нормой доходности с учетом риска, который он на себя принимает. Подставим эти значения в приведенную формулу:

$$\text{Дисконтированная заключительная стоимость} = \frac{20 \times 15}{(1 + 50\%)^7} = 17,5 \text{ млн долл.}$$

Таким образом, требуемая доля участия представляет собой стоимость инвестиции (5 млн долл.), поделенную на дисконтированную заключительную стоимость (17,5 млн долл.), т.е. составляет 28,5%. Количество новых акций будет равно:

$$\frac{500\,000}{(1 - 28,5\%)} - 500\,000 = 200\,000.$$

Цена на новую акцию, таким образом, равна величине, полученной при делении 5 млн долл. на 200 000, т.е. 25 долл. на акцию.

Следовательно, оценка предварительной стоимости составит 12,5 млн долл. (500 000 × 25 долл. за акцию), а оценка постинвестиционной стоимости будет равна 17,5 млн. Эту оценку следует скорректировать с учетом эффекта разбавления последующих раундов финансирования. К недостаткам этого метода относится тот факт, что текущие мультипликаторы едва ли могут служить надежным источником информации об оценках, которые рынок припишет компаниям через пять лет (это продемонстрировала недавняя история). Более того, как показывает исследование Гарвардской школы бизнеса, ставкой дисконтирования слишком легко манипулировать, а между тем, она кардинально влияет на результат.

### *Метод дисконтированных денежных потоков или чистой приведенной стоимости*

Один венчурный капиталист заявил: «Существует только одна математически строгая методология. Ошибка, которую мы совершили в период бума, состояла в излишнем доверии к оценкам, основанным на мультипликаторах выручки на момент выхода. Кроме того, мы делали это, не учитывая перспек-

тивы. Мы приняли в качестве аргумента «парадигму сдвига», поэтому не рассматривали мультипликаторы выручки за длительный период времени».

И все же предсказание денежных потоков компаний, которые на ранних стадиях убыточны, связано со столь значительными трудностями, что любая «математическая точность» кажется в данном случае довольно ограниченной. Несомненно, неопределенность, характеризующая ранние стадии существования компании, настолько велика, что вы можете выбрать для своих расчетов любые желаемые значения. Кроме того, при использовании этого метода возникают те же проблемы, что характерны для так называемого метода венчурного капитала, поскольку сохраняется зависимость от того, какой дисконтированный фактор используется.

### *Триангуляция*

На практике, венчурные капиталисты часто прибегают в своих расчетах к методу триангуляции. Они рассматривают потенциальную оценку в момент выхода. Затем они берут в расчет текущие оценки на публичных и частных рынках. После этого они пытаются найти цены, которые они могли бы получить за будущие раунды частного инвестирования. Смогут ли они получать премию в каждом раунде («эффект лестницы»)? Как я уже сказала, этот процесс больше напоминает искусство, чем науку.

### Библиография

- Campbell, K.** *Europe Seeks Strands of Gold in the Web*, Financial Times, October 14, 1999.
- Magretta, J.** (2002) *Why Business Models Matter*, Harvard Business Review.
- Nordhaus, W.** *The Economics of New Goods* by Timothy F. Bresnahan and Robert J. Gordon University of Chicago Press 1997, цитируется по William Baumol *The free-market innovation machine. Analyzing the growth miracle of capitalism*, Princeton University Press, 2002.
- Sahlman, W. A.** (1997) *How to Write a Great Business Plan*, Harvard Business Review.
- Willinge, J.** (1996, rev. 1998) “A note on valuation in private equity settings”, the President and Fellows of Harvard College, Harvard Business School teaching note. This note was prepared under the supervision of Professor Josh Lerner. Reprinted by permission of Harvard Business School (учебные заметки Гарвардской школы бизнеса, подготовленные под руководством профессора Джоса Лернера).

## Ссылки

### **Sequoia**

[www.sequoiacap.com](http://www.sequoiacap.com)

(Некоторые венчурные капиталисты размещают свои требования к бизнес-планам (часто довольно схематичные) на своих веб-сайтах. Одна из лучших венчурных фирм Кремниевой долины, Sequoia, представила простую, но весьма искусно разработанную дорожную карту, дающую представление об ожиданиях фирмы)

### **Index Ventures**

[www.indexventures.com](http://www.indexventures.com)

(Действующая в масштабах всей Европы венчурная фирма, обосновавшаяся в Женеве, имеет европейскую версию)

### **Top Technology**

[www.toptechology.co.uk](http://www.toptechology.co.uk)

(Английская фирма венчурного капитала представила хорошую подборку ссылок на сайты, посвященные бизнес-планам)

Предпринимательский форум при Массачусетском технологическом институте имеет хороший раздел, посвященный ресурсам, связанным с бизнес-планами

<http://web.mit.edu/entforum>

Удобный инструмент для составления электронных таблиц

[www.accountingweb.co.uk/spreadsheetbuilder](http://www.accountingweb.co.uk/spreadsheetbuilder)

## Первые встречи

Мне нравится слушать. Я многому научился, слушая внимательно. Большинство людей никогда не слушает.

Эрнест Хемингуэй

КОГДА ПЬЕР ОМИДЬЯР, основатель крупнейшего интернет-аукциона eBay, пришел в офис компании Benchmark со своей идеей «блошиного рынка в онлайн-овом режиме», у него при себе не было ни портативного компьютера, ни демонстрационных слайдов (в системе PowerPoint), ни бизнес-плана. К тому времени, как он приступил к работе на компьютерах, предоставленных Benchmark, его сайт был уже сверстан. Нарушение всех правил, к сожалению, не гарантирует легкой дороги к руководству одним из самых прибыльных инвестиционных проектов в истории венчурного капитала. И у Омидьяра была припасена пара секретных орудий. Во-первых, компания к тому времени уже была прибыльной, а во-вторых, партнер Benchmark Брюс Данлеви еще во время своей работы в венчурной фирме Meryll, Pickard, Anderson & Eyre финансировал предыдущую компанию Омидьяра, Ink Development, одну из немногих компаний, производящих компьютеры с рукописным вводом, которая достигла прибыльности.

Первая встреча внушает вполне естественный страх. В самом деле, обстановка офисов большинства венчурных фирм способствует подобным чувствам. Для континентальной Европы вполне естественно, когда офисы венчурных капиталистов располагаются в роскошных дворцовых зданиях 18 в. с элегантными лестницами и высокими сводчатыми потолками и в

то же время с современным дизайном 21 в. и техническими новшествами внутри. В Лондоне венчурные фирмы, сконцентрированные в районах Мейфэр и Сент-Джеймс, занимают одни из самых дорогих зданий в столице. Столь явная демонстрация своего могущества явно контрастирует с непритязательными постройками в районе Сэнд-Хилл Роуд, где обитает элита венчурного капитала Кремниевой долины.

Не обращайтесь на это внимания. Постарайтесь забыть о своей роли просителя. «Люди, которые чувствуют себя неловко при обращении в венчурные фирмы, неправильно подходят к делу, — утверждает Стюарт Эванс, генеральный директор фирмы Plastic Logic, расположенной в Кембридже. — Вам нужно избавиться от мысли, что они делают вам одолжение. Нет. Это вы делаете *им* одолжение. Вы являетесь решением их проблемы, которая состоит в поиске хороших компаний». Уверенность заразна. Ален Фолис из Open Business Exchange утверждает, что он никогда не испытывал затруднений, привлекая средства, даже в «тисках медвежьего рынка», — и мы почти верим ему. Я спросила его, помнит ли он время, когда он не занимался привлечением средств. Ответ был таков: «Нет, — он задумался на некоторое время, — не могло быть и речи об этом. Вы должны быть настроены на победу. Я был абсолютно уверен в том, что достану *сколько-нибудь* денег. Конечно, вы можете испытывать сомнения по поводу суммы и источника. Но не по поводу успеха своих усилий». Он приступил к сбору средств для формирования фонда в начале сентября 2001 г. «В то время инвесторы заявляли, что все еще занимаются инвестированием, хотя это было не так. Неожиданно они начали требовать, чтобы компания в течение трех кварталов демонстрировала приличную доходность. Мы только что начали оказывать услуги, однако наши результаты пока не были особо устойчивыми. Венчурные капиталисты, инвестирующие на ранних этапах, к тому времени исчезли». Он признал, что переговоры были «нелегкими», однако, как он говорил, пожимая плечами, в этом и заключалась его работа.

Смотрите на сбор средств для формирования фонда как на торговую деятельность — вы продаете себя, свою идею и свою команду. Не бросайте начатое дело вследствие нервозности или неудач. На главу одной молодой компании, занимающейся разработкой программного обеспечения, произвел столь ужасающее впечатление перечен условий, присланный потенциальным инвестором, что он совершенно потерял присутствие духа. Свою следующую встречу, на этот раз с представителями шотландского банка, он начал с того, что, едва войдя в дверь, забормотал, что всегда имел дело только с шотландскими банками, поскольку «уверен, что шотландцы знают толк в деньгах». Готовьтесь к встречам и относитесь к делу профессиональ-

но. Что бы ни говорили венчурные капиталисты о своей проницательности, первое впечатление играет важную роль. Постарайтесь не опаздывать и выглядеть представительно, как если бы вы пришли на собеседование по поводу работы. Что касается «обязательных» предметов одежды, то здесь трудно дать общие советы. В то время как весь остальной деловой мир в середине 2000 г., в период волны интернет-компаний, вернулся к галстукам, венчурные капиталисты предпочитают держать свои шеи в рубашках в стиле Prada открытыми. Тем не менее мнения могут различаться. Один инвестор из континентальной Европы утверждает: «В Европе вы можете позволить себе небрежное отношение к своей внешности только в домашних условиях. В других местах это может быть воспринято как недостаток уважения. Я полагаю, вы не ошибетесь, если выберете галстук». Между тем американский венчурный капиталист, побывавший в Лондоне, заметил: «В Кремниевой долине на галстуки и костюмы наложено табу. Здесь же к этому вопросу подходят более формально. Мы видим галстуки и не испытываем отвращения по этому поводу».

Если на первой встрече вам предстоит повидаться с одним из партнеров фирмы, тем лучше. Однако в более крупных организациях вы, вероятно, начнете с уровня участника, даже если первоначально вы были представлены партнеру. Помните, что, даже если ваше предложение понравилось участнику, ему придется «продать» его внутри своей организации, так что постарайтесь облегчить ему работу. Скорее всего, он окажется весьма умным человеком, однако даже он не сможет, подобно Гудини, преобразить плохо изложенную идею. В Европе встречи обычно длятся дольше, чем в США, где 30–40 минут — это максимум, на что вы можете рассчитывать. Когда в конце 1990-х годов высшие исполнительные руководители компании 3i переехали в США, американские предприниматели были в восхищении от их готовности уделять по полтора часа на встречу. Кроме того, в Европе встреча начнется с небольшой преамбулы, вероятно, несколько отступающей от основной темы. Европейские венчурные капиталисты могут дать вам час, иногда больше, и на протяжении всего процесса значительное внимание будет уделяться установлению личных отношений. Чарльз Ирвинг, один из основателей английской фирмы Pond Ventures, вместе со своим братом Ричардом, работающим в Сан-Хосе, добавляет: «Я весьма ровен и дружелюбен. Ричард же просто из кожи вон лезет, чтобы предоставить предпринимателю “подмостки для выступления” — помочь ему выразить свою идею».

Однако это не дает вам повода «растекаться мыслью по древу». Назойливые, но искренние американцы гораздо более ясно умеют выражать свои идеи. Так что умерьте свой пыл, рассказывая о том, как вы



организовывали компанию десять лет назад, и погодите с рассказом о технических деталях, которые делают ваш продукт лучшим в мире. Вместо этого постарайтесь уместить ваш рассказ в десятке слайдов, выполненных в программе PowerPoint. Ваша цель состоит в том, чтобы аудитория захотела услышать больше, а не в том, чтобы усыпить ее. Составьте план вашего выступления минут на 15, а оставшееся время будет посвящено вопросам и ответам. Попробуйте накануне потренироваться на друзьях и коллегах. Учитывайте их замечания. Как бы это ни задевало самолюбие, возможно, вам стоит пройти учебный курс, посвященный навыкам презентаций. Венчурные капиталисты прекрасно знают, что люди, хорошо справляющиеся с представлением своих идей, далеко не всегда оказываются замечательными предпринимателями и — наоборот. Однако «упаковка» вашей идеи довольно важна. Начинать с плохого представления означает создавать себе ненужные и, возможно, фатальные препятствия.

До начала встречи соберите информацию о вашей аудитории. Венчурные капиталисты будут разочарованы, если вы не будете знать, кто перед вами и какие успешные компании они финансируют. Помните, что лезть поможет вам открыть любые двери. Выражайте энтузиазм (при условии, что он искренен) по поводу компаний, которые финансировала данная венчурная фирма.

Тщательно продумайте, кого взять с собой. Если речь идет о начинающей компании, то венчурный капиталист захочет увидеть на первой встрече только главных основателей, если же это более зрелая компания, то — генерального директора. Оставьте представление команды «на потом», поскольку чем больше участников, тем больше возможностей для противоречий. Одна компания, специализировавшаяся на разработке программного обеспечения, проводила сбор средств в рамках второго раунда финансирования. При этом на каждой встрече непременно присутствовали председатель правления, управляющий директор и директор по технологиям. Все свое время эти трое тратили на споры друг с другом по любому вопросу. «Нет, мы подписывали контракт не пятого, а третьего апреля», — заявлял один, и по этому поводу разгоралась длительная дискуссия. Один консультант, привлеченный к промежуточному финансированию, заявил: «Венчурные капиталисты пытаются оценить степень профессионализма данной компании. Это стало какой-то напастью. Каковы мои задачи в данной ситуации? Я должен удерживать их в рамках темы и не давать им вводить обсуждение в сторону».

Неплохой мыслью было бы взять с собой на встречу стороннего наблюдателя. Он мог бы обеспечивать для вас «обратную связь», а также следить

за реакцией венчурного капиталиста (соблюдая, разумеется, рамки прцилий). В какой момент инвесторы выглядели заинтересованными? Когда они хмурились или, что еще хуже, отрицательно качали головами?

Если говорить о содержании представления (или презентации), то многие принципы, приложимые к успешному бизнес-плану, уместны и здесь. Далее приведены некоторые советы по поводу того, что следует, а чего не следует делать (см. вставку ниже).

## Представление

### Что следует делать

- ◆ Четко объясните, чем занимается компания. Если вы показываете слайды, комментируйте их, а не заставляйте инвестора ломать голову над их содержанием, — а это случается довольно часто. Больше говорите о том, что вы делаете, а не о том, чего вы не делаете. В мире венчурного капитала, столь подверженном влиянию моды, компании часто пытаются отстраниться от прошлогодней моды. «Мы не связываемся с электронной коммерцией», — говорят предприниматели, забывая упомянуть о том, чем же все-таки они занимаются.
- ◆ Ваше изложение должно быть простым. Излишняя сложность наведет венчурного капиталиста на мысль о том, что вы не вполне владеете темой.
- ◆ Выявите важную проблему и убедительно ее изложите. Слишком часто начинающие компании предлагают решение проблемы, которая не является насущной. Фирма, намеревающаяся каждый день в 6 часов вечера передавать на мобильные телефоны пользователей информацию о фильмах, идущих в соседних кинотеатрах, едва ли удовлетворяет насущную потребность.
- ◆ Сделайте ваше повествование увлекательным. Как и в любом другом виде публичного выступления, неплохо «поиграть в представление» — поэкспериментировать с содержанием, объемом и скоростью, чтобы захватить внимание аудитории. Фирма Garage Technology Ventures, обучающая предпринимателей из Кремниевой долины привлечению венчурного капитала, даже ввела должность директора по подготовке устных выступлений, который готовит предпринимателей к представлению.
- ◆ Избегайте бессмысленных утверждений, например: «Наши издержки, связанные с распространением продукции, составляют 15%».

Если вы не предоставите информации о средних издержках по рассматриваемой отрасли (или сходной отрасли, если ваша отрасль только что возникла), то ваше заявление «повиснет в воздухе».

- ◆ Покажите, что вам сопутствовала удача, рассказывая о последнем успехе. Венчурные капиталисты (многим из которых не свойственно признавать успехи в своей собственной работе) падки на подобные признания. «Оказаться в нужном месте в условиях “бычьего рынка” это совсем не то же самое, что быть хорошим предпринимателем, — заявил один венчурный капиталист. О, да...»
- ◆ Наблюдайте и *слушайте*. Один итальянский инвестор жаловался: «Иногда мы видим хорошо подготовленных людей, понимающих рынок и своих клиентов, но совершенно не умеющих слушать. Мы в последнюю очередь хотим иметь дело с мощной машиной, работающей “на автопилоте”, на которую мы не можем воздействовать. Если мы чувствуем, что не имеем никакого влияния на предпринимателя, мы не захотим с ним сотрудничать. Мы скорее предпочли бы работать с человеком, имеющим чуть меньший опыт, но обладающим более гибким подходом и умеющим слушать».
- ◆ Будьте восприимчивым к сигналам. Даже место первой встречи может кое-что рассказать вам о стиле фирмы. Если встреча происходит в офисе участника или партнера, это может говорить о более неформальном подходе, чем в том случае, когда вы собрались в зале заседаний правления.
- ◆ Воспринимайте инвестора как ключевую фигуру при решении ваших вопросов и относитесь к нему с соответствующим почтением.

## Чего не следует делать

- ◆ Не предполагайте, что венчурный капиталист прочел все, что вы ему посылали. Венчурные капиталисты — занятые люди, и у них часто либо совсем нет времени на ознакомление с вашими материалами, либо они ограничиваются поверхностным знакомством.
- ◆ Подготовьте комплект исключительно ярких демонстрационных слайдов. Гай Кавасаки, генеральный директор компании Garage Technology Ventures, сказал членам одной группы, которые после неудачного представления посещали летние курсы предпринимательства в Лондонской школе бизнеса и отчитывались перед ним в

конце курса: «Во-первых, мне захотелось, чтобы у меня исчезло цветное восприятие. Во-вторых, единственное, что я вынес из вашего представления, это то, что вы первый раз в жизни воспользовались компьютером Macintosh».

- ◆ Не стоит скромничать. «Карманные компьютеры PDA (Personal Digital Assistant — персональный цифровой секретарь) представляют собой второй по темпам роста рынок бытовой электроники в Великобритании», — говорит предприниматель и указывает при этом на график, который демонстрирует успехи рынка цифровых видеокамер в качестве «номера один». Из этого венчурные капиталисты должны заключить, что им следует немедленно заняться финансированием сектора цифровых видеокамер. У вас должна быть диаграмма, на которой объемы продаж карманных компьютеров представлены самым высоким столбиком. Затем вы можете сказать: «Карманные компьютеры являются вторым по темпам роста рынком после рынка цифровых камер...» Опять же, если вы показываете слайд, демонстрирующий ваше «конкурентное преимущество» при помощи пары не слишком отчетливых пометок маркером, это едва ли произведет должное впечатление.
- ◆ Не нужно лгать. Если вы стараетесь обходить скользкие моменты или говорите инвесторам неправду, это станет приговором для вас, когда они выяснят все сами в процессе процедуры «дью дилидженс». Представьте, что вы рассказываете о «налаженном сотрудничестве с компанией Cisco». Венчурный капиталист впоследствии позвонит в Cisco: «О, да, — заявит исполнительный руководитель из компании, — эти шутники... Мы бы никогда не купили их продукт».
- ◆ Не пытайтесь торговаться. Время для этого еще не пришло. На данном этапе стороны просто знакомятся друг с другом.
- ◆ Не отказывайтесь от услуг венчурных капиталистов по причине их «тупости», если им не нравится ваша идея. Большинство из них вовсе не так уж глупы. Воспринимайте встречу как шанс извлечь ценный опыт — из их реакции на ваше представление, из вопросов, которые они задавали. Убедитесь, что вам удалось выкачать из них нужные сведения. На основе полученной информации скорректируйте свое представление. Нейл Раймер из Index Ventures утверждает, что хорошая команда учится у хороших инвесторов и — наоборот. По его утверждению, команды, отвергнутые фирмой, приходят в Index опять — за советом. «Люди могут увязнуть в деталях и упустить основные тенденции».

Важной частью игры является решение по поводу того, «за какой рычажок» дернуть. Ален Фоллис из Open Business Exchange (ОБЕ), рассматривая свои встречи с венчурными капиталистами в ретроспективе, утверждает теперь, что уделял слишком много времени объяснению процесса подготовки электронных инвойсов (счетов-фактур) и слишком мало — самой по себе модели бизнеса: «Мы начинали очень многие встречи, заявляя: “Рассмотрим, как мы это делаем”. Затем мы вдавались в сложные описания подготовки электронных инвойсов. Если продаете свои услуги главному финансовому директору крупной корпорации, это было бы совершенно верной тактикой. Он получает миллион бумажных счетов в год. Венчурный же капиталист никогда в жизни *не видел* бумажных счетов». Более приемлемым подходом при завоевании внимания инвестора будет рассмотрение жизненно важного вопроса: «как вы собираетесь зарабатывать деньги благодаря этой технологии?». В данном примере с Open Business Exchange следовало сосредоточиться на том, что Интернет служит инструментом для осуществления дешевых транзакций в деловом цикле.

Одной из самых важных задач общения между предпринимателем и возможными инвесторами является преодоление разрыва в знаниях: предприниматель близко знаком со своей компанией, а аудитория — нет. Вам следует быстро приспособить свое представление к уровню аудитории. Джим Шварц из Accel Partners полагает, что его партнеры не выполняют должным образом свою работу, если они не будут знать «80–90%» содержания любого представления. В Европе подобный уровень знаний редок, за исключением, возможно, области биотехнологий. Хотя уровень экспертных знаний за последние несколько лет значительно возрос, невежественный (и часто одновременно самодовольный) инвестор — не такая уж редкая птица. Различия в знаниях и подготовке проявляются как на уровне отдельных личностей, так и на уровне целых фирм.

Между тем вам следует контролировать встречу (подобно тому, как высшим должностным лицам требуется умение управляться с журналистами, которое они постигают на специальных тренингах). Проработайте ключевую идею, которую вы хотите донести, держите в памяти повестку дня и старайтесь придерживаться ее. Венчурные капиталисты легко могут поддаться своим собственным предвзятым предположениям по поводу сути вашего бизнеса. И уж конечно, они не забудут упомянуть несколько модных словечек. «Не вытеснят ли вашу компанию услуги через Интернет?» — спросят они. Не позволяйте увести себя в сторону. Объясните, что вы обратитесь к возможностям Интернета позже. После этого продолжайте рассказывать о вашей продукции и рынке.

При составлении повестки дня встречи вам следует хорошенько обдумать приоритеты венчурного капиталиста. Если ваша продукция или услуги предназначены для крупных корпораций, а экономика в этот момент переживает спад, то корпоративные расходы будут сильно урезаны. В таком случае вы должны с самого начала убедить инвестора (см. главу 10), что ваша продукция *крайне необходима* вашему покупателю, а не просто *желательна*. Графически проиллюстрируйте окупаемость продукта с точки зрения клиента. Фолис предложил свои услуги крупному корпоративному клиенту, работающему с 15 тыс. поставщиками. Он объяснил, что эти услуги позволят корпорации экономить расходы на одного клерка на каждые 10 тыс. получаемых счетов-фактур (инвойсов).

При планировании своего выступления учитывайте естественное забывание любой информации, прозвучавшей на представлении. Согласно исследованию, проведенному Garage Technology Ventures, через час после презентации люди помнят в среднем 50% полученной информации, через день — 20%, а через неделю — 10%. Вычлени те 10%, которые должны отложиться в памяти инвесторов, и повторите эту информацию три раза.

Определите достоинства и недостатки вашей компании. Убедитесь в том, что правильно понимаете недостатки. Реалистичная оценка конкуренции и краткосрочных задач является правильной тактикой. Реализм только приветствуется. Один венчурный капиталист поведал о своей дискуссии с финансируемым им предпринимателем, работающим в сфере телекоммуникаций, которая тогда переживала трудные времена: «Он испытывал крайнее воодушевление, однако не без доли наивности. Я заявил, что обязательной чертой всякого предпринимателя является постоянная личная установка на то, что “стакан наполовину полон”. Однако если стакан практически всегда “почти что полон”, это начинает вызывать опасения. Хороший предприниматель обладает редким сочетанием оптимизма с паранойей. Бессонница здесь считается благоприятным признаком».

Джузеппе Зокко из Index Ventures замечает: «Многие люди полагают, что они должны набивать цену. Что, покажи они слабинку, им придется убраться восвояси. Однако зрелые инвесторы предпочитают предпринимателей, демонстрирующих открытый подход. Вы должны относиться к инвестору, как к партнеру». Если говорить более широко, то инвесторы сразу же начнут оценивать ваши предпринимательские способности. Помните, что многие придерживаются того тезиса, что успех инвестиции зависит от трех факторов — менеджмента, менеджмента и еще раз менеджмента.

Джим Шварц, ветеран венчурного бизнеса, выделяет пять основных качеств хорошего предпринимателя (Swartz, 1990). Если располагать их в порядке важности, то этими качествами будут: лидерство, видение, чест-

ность, открытость и преданность делу. Слово «лидерство» говорит само за себя (хотя этим качеством обладает далеко не каждый). «Видение», как указывает Шварц, не появляется как по волшебству, а возникает в результате тяжелого труда. «Честность» почти невозможно оценить по первому впечатлению. О наличии или отсутствии этого качества вы сможете узнать только через полгода тесного сотрудничества. «Открытость» Шварц определяет как «постоянную переоценку, работу в качестве консультанта по менеджменту у себя самого». Но здесь надо различать очень тонкую границу: «Гибкость не должна переходить в податливость. Вы едва ли захотите следовать плану, который просто воплощает видение венчурного капиталиста». «Преданность делу» и «настойчивость» — эти слова говорят сами за себя, и тем не менее именно этих качеств не хватало многим псевдопредпринимателям конца 1990-х годов. «Всегда ли в предпринимателе сочетаются все эти качества?» — задает риторический вопрос Шварц. Нет, это не так. Всегда ли правы венчурные капиталисты? Определенно, нет».

Знание венчурного процесса также произведет благоприятное впечатление. Продемонстрируйте свое понимание потребности венчурных капиталистов в возможности выхода. Вы должны поделиться своими соображениями по поводу альтернатив (разумеется, реалистичных). Кроме того, вам придется высказать свое отношение к весьма неприятному для вас как основателя вопросу, а именно к возможности замены вас профессиональным исполнительным директором на более позднем этапе. Как уже говорилось, венчурных капиталистов часто критикуют за то, что они слишком легко идут на изменения в руководящем составе финансируемых ими компаний. При этом может показаться, что они игнорируют уже упомянутые «три главных фактора» успешных инвестиций. Однако в венчурном бизнесе принято считать, что на разных этапах существования компаний требуются различные навыки. Если вы спокойно воспримите подобную перспективу, то венчурный капиталист посчитает это признаком зрелости.

Между тем, поскольку три четверти встречи посвящены вопросам, вы должны подготовиться к ним не менее тщательно, чем к самому представлению. Один консультант заметил, что «людей часто сбивают с толку вопросы и ответы. Однако это, вероятно, и есть самая важная часть встречи». Если венчурные капиталисты позволяют вам спокойно продолжать свой монолог, то это, скорее всего, означает, что вы не произвели на них должного впечатления. Удачная встреча проходит при активном взаимодействии двух сторон. Составьте список всех вопросов, которые вы, по крайней мере, желали бы услышать, и тщательно обдумайте ответы. Когда

соответствующие вопросы действительно будут заданы, вы сможете легко и обстоятельно ответить. Будьте дружелюбны и открыты. С тех пор как «мыльный пузырь» лопнул, венчурные капиталисты встречали достаточно много агрессивных и закрытых субъектов. Вы должны понимать, что больше всего венчурные капиталисты боятся, с одной стороны, вложить деньги в неудачную сделку, а с другой — пропустить «горячую» сделку, поэтому они всегда сохраняют повышенную бдительность. Относитесь к ответам на их вопросы максимально добросовестно.

Суть их вопросов отражает их инвестиционные «заповеди» и стремление избежать прошлых ошибок. Обладаете ли вы устойчивыми конкурентными преимуществами? Можно ли защитить вашу интеллектуальную собственность? Что в ней уникального? Защищена ли она патентами уже и можно ли ее запатентовать? Если вы считаете, что ваше программное обеспечение опережает конкурентов на два года, не основано ли ваше мнение всего лишь на том, что вам потребовалось два года на ее создание? Будьте готовы к вопросам по поводу клиентов и потенциала вашей продукции. «Ответы предпринимателей являются ключевым фактором нашей оценки», — говорит Энн Гловер из Amadeus. Она возвращается к вопросу о «насушной проблеме»: «Я всегда спрашиваю, какую проблему вы решаете? Удивительно, как много людей не могут на это ответить. Или же дают на это технический ответ: “Это одна из труднейших математических проблем, которая до сих пор не решена”. Иногда ответ носит инженерный характер: “Аналогичную функцию выполняет продукт компании Intel, но у него отсутствует такой-то компонент”».

## Насколько проницательны венчурные капиталисты?

«Мы *должны* быть в состоянии разглядеть за великим продуктом его разработчика — инженера, который не обладает торговыми навыками. Я бы хотела, чтобы мы всегда обладали подобным умением, однако это не так», — говорит Энн Гловер. Если инженер действительно понимает проблему, то продавец может помочь ему в продвижении его продукта на рынок. Однако если команда разработчиков не может объяснить, какую проблему они решают, то торговец будет не в состоянии предпосылать своим продажам ясное сообщение». Она вспомнила одного предпринимателя, которому удалось привлечь значительные средства в период бума: «Он мог объяснить проблему. Именно поэтому он получал деньги. Чего он не



имел, так это решения. Так продолжалось три года, однако на начальной стадии никто не мог догадаться об этом. Кроме того, инвесторы захотят подробно узнать о том, как происходит процесс принятия решений по поводу покупок в организациях, которые могут быть вашими клиентами. Кто будет сторонником приобретения вашей продукции в данной организации и кто отвечает за решения о покупках? Обычно люди не задумываются о структуре организаций, которым они намерены продавать свою продукцию», — говорит Гловер.

Одна из вещей, по поводу которых венчурные капиталисты часто ошибаются, это — потенциал продукта. Компания, возможно, даже верно уловила потребность, однако на всей планете наберется только шесть человек, которые эту потребность испытывают.

Способна ли команда менеджеров должным образом выполнять свою работу? Мальчуковые команды периода бума, напропалую транжирившие венчурный капитал, заставили венчурных капиталистов осторожнее (прямо до паранойи) относиться к этому вопросу. Теперь они хотят убедиться в опыте членов команды. «Зрелый (читай “битый”) инвестор скептически относится к уверениям по поводу рынка и навыков руководителя, — утверждал один венчурный капиталист, поглаживая седые волосы и обращаясь к коллегам. — Вы будете достаточно требовательно относиться к их анализу. Выясните, почему они так уверены в успехе и как они намерены его добиваться. В то же время на первой же встрече предоставьте “право на сомнения” предпринимателю и не относитесь подозрительно к каждому слову».

Множество вопросов будет посвящено конкуренции. Будет ли делать то же самое Microsoft? Не пытайтесь принизить реальных или потенциальных конкурентов. В конце концов, Microsoft может оказаться как конкурентом, так и потенциальным покупателем вашей компании. Учитывая аналитические наклонности многих венчурных капиталистов, следует ожидать серьезных вопросов по поводу финансовых показателей. Не скупитесь на цифры. Следует иметь три или четыре очень конкретных финансовых критерия. Сколько клиентов нужно, чтобы достичь точки безубыточности в течение двух лет, каковы ваши предположения? Не гадайте: «Для достижения точки безубыточности мне нужно 20 клиентов, каждый из которых совершит в среднем по  $x$  транзакций, и 5 месяцев — для подготовки к продажам». Почему подготовка к продажам займет пять месяцев? «Потому что в отрасли X (сопоставимой с данной), в которой я работал, этот период составлял 3 месяца. Я пытался быть консервативным». К тому же, после того как венчурные капиталисты потеряли свои деньги на бума в сфере интернет-компаний, они стали осторожней относиться к налоговым

обязательствам и стараются придерживаться жесткого бюджета. Если у вас что-то не так в этой сфере, это может их отпугнуть.

Кроме того, первая встреча предоставляет прекрасную возможность задать вопросы венчурным капиталистам (более подробно мы рассмотрим эту тему в следующей главе). Например, поскольку вам вряд ли удастся добиться заключения соглашения о неразглашении, полезно будет выяснить, как инвестор относится к другим компаниям, работающим в вашей отрасли.

## Результаты

Некий предприниматель, который занимался разработкой программного обеспечения и работал в сотрудничестве с одним консультантом над вторым раундом финансирования, утверждал, что может безошибочно определить инвесторов, всерьез заинтересованных в его предложениях (консультант проявлял меньшую проницательность в этом вопросе). Некоторые венчурные капиталисты соглашались на встречи только для того, чтобы больше узнать об отрасли. Именно так поступает человек, желающий подыскать себе жилье в Париже, — сначала он решает, в какой части города он хочет жить: в шестом округе или в районе Марэ. Как правило, подобные инвесторы будут задавать общие вопросы и не будут особо вдаваться в достоинства и недостатки вашей компании.

Венчурные капиталисты, умеющие эффективно производить сортировку компаний (см. главу 9), знают, о чем следует спрашивать, какие темы требуют повышенного внимания, и могут сами быстро реагировать на возникающие вопросы. Как сказал упомянутый предприниматель: «Я делю инвесторов на три категории: “потерянные”, “собирающие информацию” и “действительно заинтересованные”».

## Вторая встреча

Основной целью первой встречи является договоренность о второй встрече, которая, как правило, длится значительно дольше. Один французский венчурный капиталист заявляет: «На первой встрече я задаю два-три вопроса, просто чтобы убедиться, что они владеют темой, но в основном я уступаю право говорить — им. На это уходит около часа. Вторая встреча будет продолжительнее. Иногда люди могут весьма красноречиво выступать в течение часа. На второй же, более длительной, встрече они начинают теряться. Под

конец они столь сильно “сдают”, что мне приходится говорить: “Спасибо, ребята. Мне это не интересно”».

Кроме того, инвесторы могут изъявить желание встретиться с командой старших менеджеров в полном составе (если таковая существует). Согласуйте, что будет говорить каждый, и твердо держитесь намеченной линии. Подумайте, нельзя ли представить членов команды поодиночке, так, чтобы они не ввязывались в споры друг с другом. Впрочем, некоторые инвесторы будут настаивать на «общем сборе», чтобы увидеть ваших коллег во взаимодействии. При этом обязательно должна соблюдаться согласованность — как в рамках отдельных встреч, так и между встречами, а также на уровне команды. Например, на первой встрече вы заявили инвестору, что не собираетесь прибегать к услугам дистрибьюторов, а на одной из последующих встреч кто-то упомянул, что компания ведет переговоры с Accenture (поскольку вы встретили представителя Accenture на последней торговой ярмарке). В лучшем случае это скажет о том, что вы крайне податливы. И остерегайтесь «случайных» встреч. Никогда не оставляйте свою команду «без присмотра» на протяжении всего процесса.

Наконец, стоит учитывать самые распространенные мотивы, по которым венчурные капиталисты *не* предпринимают инвестиции. Открывает этот список недостаток личного доверия. Незначительный потенциал рынка является еще одним «пугалом». Сам предприниматель может на своем опыте убедиться, что рынок недостаточно велик. «Безумно» завышенные ожидаемые оценки также могут отпугнуть инвесторов, даже если команда и предложение оставили благоприятное впечатление. Можно провести аналогию с приемом на работу: вы не станете обсуждать зарплату со своим потенциальным работодателем, пока точно не убедитесь, что он хочет принять вас работу. Так что до поры до времени не следует заводить речь об оценках и уж тем более настаивать на определенных цифрах. На «медвежьем рынке» оценки в любом случае столь низки, что фактически не играют роли: в расчет могут идти лишь условия и суть постинвестиционных отношений.

## Библиография

Swartz, J. (1990) *Computer Systems News*, 30 July.

## Процедура «дью дилидженс»

Усердие — мать удачи\*.

Мигель де Сервантес, *«Дон Кихот»*, 1605 г.

ПРОЦЕДУРА «ДЬЮ ДИЛИДЖЕНС» (due diligence) на жаргоне венчурных капиталистов означает «тщательное изучение». Предприниматель приходит на предприятие и «заглядывает под каждый камень» (если, конечно, он относится к своим обязанностям должным образом). Одни фирмы выполняют основной объем работ до выдвижения перечня условий, другие — после. Джузеппе Зокко из компании Index Ventures в Женеве заявляет: «Большую часть процедуры мы проводим до выдвижения перечня условий. Мы хотим на 80–90% быть уверенными, что собираемся заключать сделку, поскольку не хотим внушать ложных ожиданий команде». Кроме того, инвесторы желают избежать передачи перечня условий конкурентам. Партнеры солидных фондов весьма болезненно относятся к попыткам фирм использовать имя своего фонда для привлечения других предложений. Более того, хороший венчурный капиталист не захочет выдвигать условия, неприемлемые для фирмы. Однако, по словам Зокко: «Здесь существует баланс — раннее подписание обладает тем преимуществом, что команда чувствует себя более расслабленно. На “медвежьем рынке” финансирования — довольно напряженная обстановка, и каждый день

---

\* La diligencia es madre de la buena ventura (*итал.*).

имеет значение». Напротив, фирмы, которые выполняют основной объем «дью дилидженс» после выхода перечня условий, часто попросту пытаются закрепить сделку за собой. Они стремятся заполучить исключительное право на заключение сделки с предпринимателями, предотвращая, таким образом, участие инвесторов с более выгодными предложениями. Затем они могут попытаться сбить цену, основываясь на своих «находках», полученных в процессе «дью дилидженс».

С точки зрения предпринимателя, неразумно уже на раннем этапе связывать себе руки подписанием перечня условий, поскольку тем самым они ставят себя в невыгодное положение при переговорах. Сделка может впоследствии провалиться, а вы на определенный период отрезаете себя от других инвесторов. Время проведения процедуры по отношению ко времени представления перечня условий также зависит от того, какие усилия венчурный капиталист затрачивает на самостоятельные исследования. Венчурные капиталисты, не обладающие серьезной технической подготовкой, поручают составление отчета эксперту, услуги которого придется оплачивать. Таким образом, они, возможно, не захотят приступить к делу, пока компания не подпишет перечень условий и не согласится взять на себя эти расходы. Процедура «дью дилидженс» в отношении юридических и бухгалтерских вопросов также стоит денег и, как правило, проводится после подписания перечня условий. Тот факт, что большинство венчурных фирм ожидает от вас оплаты *их собственных* расходов на исследования, довольно любопытен, и мы несколько позже его рассмотрим. Очевидно, чем моложе компания, тем меньший объем исследований по «дью дилидженс» можно выполнить.

Не удивительно, что в безумных условиях бума, когда венчурные капиталисты отпихивали друг друга локтями, чтобы поучаствовать в «горячих» сделках, отношение к «дью дилидженс» было довольно формальным. Джон Макмонигалл, директор Арах Partners, слышал множество «страшных историй» о фирмах, которые вообще не проводили никаких исследований: «Предприниматели спрашивали нас возмущенно: “Почему вы задаете нам все эти вопросы?” Мы пытались придерживаться собственных правил, однако на некоторые сделки мы все-таки затрачивали несколько меньше времени». Большинство венчурных капиталистов теперь указывает пальцами на своих соседей, обвиняя их в «небрежности». В случае с Арах подобные обвинения звучат как явные наговоры (хотя нельзя сказать, что эта компания полностью избежала неудачных инвестиций). Один предприниматель, собиравший средства в период бума и обращавшийся во множество венчурных фирм, рассказывает: «Тогда поведение Арах раздражало, хотя, если смотреть в ретроспективе, они вели себя весьма умно.

Они не хотели давать нам много денег, требовали от нас сосредоточивать свои усилия на одной стране и затягивали принятие решений, проводя большой объем аналитической работы. Они желали получить личные рекомендации от людей, с которыми я работал в прошлом, желали знать, что те обо мне думают».

Более типичным было поведение одной из многих фирм по выкупу на поздней стадии, которая добилась от своих партнеров с ограниченной ответственностью разрешения несколько отклониться от обычных правил, чтобы принять участие в интернет-проекте на ранней стадии. Один из директоров фирмы вспоминает собрание инвестиционного комитета, на котором его более молодой коллега представлял проект. Этот коллега находился в крайнем возбуждении и был почти готов предпринять инвестицию. В восторженных тонах он расхваливал идею, команду, вероятную оценку в момент выхода. «А на что они собираются тратить деньги?» — спросил директор. Воцарилась мертвая тишина. Никто даже не подумал об этом спросить.

Один специалист по подбору персонала, работавший в сфере венчурного капитала в период бума, вспоминает: «Меня всегда удивляло, что люди тратили 95% времени на структуризацию сделки (особенно это было характерно для Европы). При этом они уделяли чрезвычайно мало внимания выяснению биографии предпринимателей, манеры их поведения в трудных ситуациях и т. д.». Инвестор будет прилагать основные усилия в тех областях, которые связаны с его прошлым опытом. Структуризация сделки — это работа инвестиционного банкира, а многие венчурные капиталисты в прошлом как раз работали инвестиционными банкирами. Бывшие консультанты в области менеджмента, вероятно, будут более склонны обзванивать клиентов, выявляя подводные камни рынка, а не выяснять прошлое членов команды. После падения индекса NASDAQ в апреле 2000 г., ознаменовавшего конец эйфории, Энн Гловер из Amadeus быстро сумела найти утешение: «По крайней мере, теперь мы снова сможем добросовестно выполнять свою работу».

Однако в период спада инвесторы, кажется, впали в другую крайность и начали тратить на подготовку сделки несколько месяцев. Вы можете спросить, на что уходит все это время? Зачем убивать четыре месяца на процедуру «дью дилидженс» для технологических процессов, если венчурный капиталист, в конце концов, согласится *меня* финансировать? Что ж, инвесторы действительно выполняют теперь свою работу более добросовестно. Они делают больше звонков клиентам, чтобы узнать, кто будет покупать продукт. Они более обстоятельно изучают технологию, привлекая сторонних экспертов. Венчурные капиталисты обращают больше

внимания на других инвесторов, вкладывающих деньги в отрасль. Процесс принятия решения на уровне организаций стал более стандартизированным и формальным. И что очень важно, венчурные капиталисты больше не работают по 14 часов в день. Они обладают властью и не испытывают потребности куда-либо спешить. Если вы решите, что все эти факторы не могут добавить более 3–4 недель к прежним срокам, то остается заключить, что венчурные капиталисты тратят остаток времени, охраняя деньги и уклоняясь от прямых ответов.

Возможно, *венчурные капиталисты* и любят уклоняться от ответов, однако это не значит, что вам следует еще больше затягивать отсрочку. Таким образом, в ваших интересах оперативно предоставлять качественную информацию инвесторам в ответ на их запросы. Облегчайте их жизнь, насколько это возможно. Вы будете выглядеть более профессионально, а это, в свою очередь, придаст им дополнительную уверенность. Вместо того чтобы тратить несколько недель, отвечая на конкретные вопросы, попытайтесь превзойти их ожидания, предоставляя факты и цифры, возможно, более содержательные, чем запрошенные. Заранее сделайте как можно больший объем «бумажной работы»: следует организовать и подготовить для отсылки копии всех контрактов (соглашения о приеме на работу, договоры с клиентами и т. д.). Когда венчурные капиталисты начнут критиковать ваш тщательно проработанный бизнес-план, помните, что они вовсе не стремятся вам досадить. Многие из них составляют записку для внутреннего пользования (*internal proposal*), которую вы никогда не увидите. Она содержит замечания о недостатках команды и прочие подобные вещи. Вероятно, она будет толще вашего исходного бизнес-плана и предназначена для глаз членов инвестиционного комитета или их коллег.

В то же время в процессе работы вы будете знакомиться друг с другом. В конце концов, должно выясниться, происходит ли между вами своеобразная «химическая реакция» притяжения. Кристофер Спрей, ведущий сотрудник фирмы Atlas Venture, заявляет: «Должно присутствовать (хотя это звучит тривиально) взаимное доверие. Вы должны ощущать, что понимаете друг друга. Общение между сторонами должно быть диалогом, а не разговором двух глухих. Как бы ни был одарен предприниматель, если между вами нет взаимного притяжения или если вы чувствуете, что не можете оказать на него никакого влияния, то ваше сотрудничество будет напоминать схватку». Спрей упоминает одну портфельную компанию фирмы Atlas, генеральный директор которой «очень талантлив, но совершенно не поддается никакому влиянию». Конечно, иногда венчурный капиталист все-таки решает пойти на риск или же выясняет подобное

обстоятельство, когда уже слишком поздно. И все же хорошие венчурные капиталисты стремятся к здоровому партнерству.

Процедура «дью дилидженс» занимает больше времени, чем вы можете себе представить, и существует опасность, что вам на несколько месяцев придется отвлечься от основного бизнеса. Кроме того, это накладывает дополнительную нагрузку на компанию на всех уровнях. Один инвестор признается: «Мы рассчитываем, что будем знать по имени половину персонала компании численностью 30 или 40 человек». Некий предприниматель жаловался на армию консультантов, заполонивших его маленькую фирму после подписания перечня условий. Его финансировал синдикат из нескольких инвесторов. Хотя формально они договорились разделить работу между собой, на практике ничего подобного не произошло. Кстати, это одна из причин, по которым следует ограничивать размер синдиката и настаивать на разделении труда между участниками. Между тем, затрачиваемое время следует использовать с максимальной пользой. Извлекайте информацию из общения со всеми сторонами и прислушивайтесь к советам. Тогда вы получите хоть какую-то выгоду для себя, даже если инвестиции не состоятся.

Наконец, учитесь терпеливо отвечать на неизбежные глупые вопросы — венчурный капиталист делает все возможное, чтобы понять суть вашего бизнеса за довольно короткий промежуток времени. И уж конечно не в ваших интересах заставлять его чувствовать себя глупцом.

## Процесс

Инвесторы попытаются внести для себя ясность в следующих областях: технология, рынок, люди, финансовые показатели, юридические вопросы и бухгалтерская отчетность.

## Технология

Если вы имеете несколько патентов, это не значит, что ваша технология интересна, уникальна или подлежит защите. Таким образом, если речь идет о технологическом предприятии, именно этому вопросу венчурный капиталист будет уделять повышенное внимание. Один выдающийся кембриджский ученый, хорошо знающий английское венчурное сообщество, замечает: «Меня всегда удивляло, какие на редкость никчемные технологии финансируют венчурные капиталисты, насколько бестолково ведется их



техническая процедура «дью дилидженс». Об уровне технической компетентности, достигнутом в США, пока еще можно только мечтать, даже если ситуация несколько улучшается». Уровень технологической подготовки европейского венчурного сообщества частенько подвергается критике (хотя предполагаемая технологическая компетентность американских венчурных капиталистов не уберегла их от безумств эпохи бума). В эру, предшествующую буму, подобные упреки были совершенно справедливы. Джеймс Добри, бывший генеральный директор компании Zygon, вспоминает, как один из его инвесторов прислал к нему так называемого «технического консультанта». По большей части, тот задавал вопросы о команде или о нем самом. Казалось, вполне достаточно того факта, что Добри когда-то работал исполнительным директором в Oracle. Тот факт, что отвечал он там только за стратегическое планирование, никого не мог смутить. «Я был в Oracle и нес на себе эту ауру. Это была пора юности английского предпринимательства».

Разумеется, с тех пор подходы значительно усовершенствовались. Теперь венчурному капиталисту приходится привлекать значительные ресурсы для всесторонней проверки технологии. Лучшие инвесторы используют все свои источники, включая связи в крупных корпорациях. Как заявляет Кевин Комолли, управляющий генеральный партнер Accel в Европе: «Если в области программного обеспечения появляется что-то новенькое, мы хотим знать, насколько это соответствует, например, представлениям фирмы IBM о будущем». Ведущих специалистов из других портфельных компаний также нередко просят высказать свое мнение. Это полезно и для самих портфельных компаний, поскольку позволяет им держаться в курсе последних достижений. Технологическое сообщество не слишком велико. Кристофер Спрей из Atlas рассказал историю о фирме Systematic, одной из первых дочерних компаний, созданных немецкими университетами. Его мюнхенский коллега Алекс Брёлль провел несколько встреч с основателем компании профессором Герхардом Феттвайсом и другими членами команды, выходцами из Дрезденского технологического университета. Бизнес-план на тот момент находился в зачаточном состоянии. Ведущие сотрудники Atlas начали «прощупывать» свои связи в поисках подходящих экспертов, способных произвести проверку данной технологии. Ответ пришел быстро. Выдающимся специалистом в этой области оказался сам Феттвайс. «Мы узнали, что имеем дело с лидером», — рассказывает Спрей. Никто не обладал большими знаниями в этой сфере (речь шла о специализированных кремниевых системах для беспроводного сектора), чем этот человек. Некоторые венчурные фирмы также обращаются к услугам членов консультативных советов. Их доступность и эффектив-

ность при оценке потенциальных инвестиций существенно различаются. В целом, к услугам сторонних экспертов прибегают только относительно слабые венчурные капиталисты. Впрочем, один венчурный капиталист, не согласный с подобным мнением, заявляет: «Можно нажать на кнопку и получить отчет, но, как правило, он будет не слишком содержательным. В любом случае все кончается привлечением специалиста со стороны».

## РЫНОК

Оценка рынка предполагает широкое исследование отрасли. Процесс исследования будет в значительной степени определяться стадией существования и природой компании. Если речь, например, идет о новом секторе, то венчурные капиталисты смогут сделать не так уж много. Инвесторы будут учитывать множество факторов, включая положение сопоставимых компаний, представленных на публичном рынке. Однако главным фактором будет мнение конкретных клиентов. Спад в области высоких технологий, заставивший крупные корпорации урезать свои бюджеты, принудил венчурных капиталистов весьма вездвливо подходить к опросу клиентов. Один усердный инвестор заявляет: «Скоро мы докатимся до того, что будем спрашивать: “Покажите мне в вашем бюджете статью расходов, которая позволяет вам купить эту вещь”».

Венчурный капиталист вполне может изъявить желание пообщаться со всеми категориями клиентов, включая реальных, потенциальных, потерянных клиентов, а также клиентов, решивших не идти дальше пробных покупок. Возможно, он вознамерится выяснить, почему компания покупает продукт (или больше не покупает его), узнать степень удовлетворенности, мнения о ценах и т. д. «Вам захочется подтолкнуть людей к ответам, — заявляет один инвестор, признавая, однако, что в некоторых странах перед вами встанет нелегкая задача. — В Южной Европе — во Франции, Испании, Италии — у вас возникнут трудности. Вам придется многое прочитывать между строк. Люди предпочитают не говорить о неприятных моментах. Они скорее заявят, что все идет прекрасно. Однако, в конце концов, вы обнаруживаете, что дела обстоят не так уж хорошо».

Итак, венчурный капиталист бесцеремонно забирается в ваши владения и начинает обзванивать ваших клиентов. Представьте себе, что в течение полутора часов вы общаетесь с потенциальным клиентом, сохраняя при этом весьма скептический тон. Может ли подобное поведение убить всякую надежду на продолжение сотрудничества? Несомненно, может. Едва ли вам захочется, чтобы дюжина венчурных капиталистов портила вам отношения с клиентами и при этом дело закончилось бы отказом от

инвестиции. Некоторые компании запрещают звонить потенциальным клиентам, пока не получат подписанный перечень условий. Однако это не всегда возможно. Один венчурный капиталист рассматривал возможность инвестиций в компанию, работавшую в новой области и на тот момент не приносившую доходов: «У нас были серьезные вопросы по поводу модели бизнеса. Однако предприниматель заявил, что не предоставит нам доступа к своей клиентской базе, пока не получит перечня условий и не узнает приблизительную оценку. В таких случаях образуется нечто вроде замкнутого круга. Мы не хотели выдвигать непродуманные условия. Мы предлагаем перечень условий, когда на 80% уверены в разумности инвестиции и проведена серьезная процедура “дью дилидженс”. Сделка подлежала обсуждению в инвестиционном комитете. Предприниматель решил, что инвестиционный комитет — это слишком высокая инстанция, что его компания окажется чересчур зависимой от деловой репутации его членов, поэтому ему лучше подождать звонков от других венчурных капиталистов».

Венчурный капиталист заявляет, что осознает дилемму: «Вы, очевидно, не хотите предоставлять доступ к клиентской базе слишком рано, а венчурные капиталисты желают разобраться в вашем бизнесе. Как правило, к началу опроса клиентов уверенность в сделке уже в достаточной степени крепка. В данном случае у меня были сомнения. Предприниматель вынужден ограждать доступ к клиентам. Однако вы не хотите получать его ценой непродуманных соглашений и завышенной оценки, ведь может случиться так, что “дью дилидженс” заставит вас отказаться от инвестиции или снизить оценку. А в это время менеджеры компании будут неверно сориентированы и потеряют время».

И здесь мы частично касаемся вопроса оценки вашего венчурного капиталиста. В упомянутом случае компания обратилась к другому венчурному капиталисту с намерением провести небольшой промежуточный раунд финансирования. Первого же, более крупного, инвестора, она решила «приберечь» для последующего раунда. Хотя последний был несколько раздражен, фирме удалось переубедить его. Таким образом, хотя много времени было потеряно, более крупная венчурная фирма, в конце концов, предприняла инвестицию.

Кроме того, вам нужно оценить реакцию клиентов. Вам едва ли захочется отпугивать существующих покупателей тем фактом, что вы занимаетесь привлечением средств. Ален Фолис из Open Business Exchange советует: «Следует согласовать этот вопрос с клиентами, в которых вы уверены. В некоторых случаях вам не захочется, чтобы клиент знал о ваших усилиях. Мнению других клиентов вы сможете доверять больше.

Вам придется во всем признаться, однако будьте осторожны в своих формулировках. Лучше скажите, что «привлекаете средства с целью расширения компании»».

Для некоторых инвесторов опрос клиентов является не просто частью процедуры «дью дилидженс». Мнение клиентов можно использовать и для уточнения бизнес-плана. Pond Ventures относится к числу фирм, которые весьма практично подходят к «дью дилидженс». Одним из недостатков европейских технологических компаний является пренебрежение к запросам потребителей. Их успехи в области торговли вряд ли могут произвести сильное впечатление. Так что сэр Ричард Ирвинг, партнер Pond, собирается совершать вместе с основателями портфельных компаний деловые поездки в США. Там они смогут потратить неделю на звонки потенциальным клиентам и стратегическим партнерам, перелетая с места на место и проводя в каждой гостинице только ночь и утро. «Одобрение наших партнеров — вот наша задача. Они должны подтвердить, что наш продукт — действительно превосходен и что он решает проблемы, которые их беспокоят», — утверждает Ирвинг. Он поясняет, что обратная связь с клиентом незаменима при выработке торговой стратегии.

Ален Фолис, напротив, сам предлагал своим потенциальным инвесторам совместно обзванивать клиентов. Его усилия были тщетны. «Мы говорили: «Конечно, мы могли и дальше убеждать вас в ценности нашей продукции. Однако почему бы нам не выбрать клиента и вместе не навестить его?» Никто из них не пошел на это».

## Люди

Чарльз Ирвинг из Pond рассказывает: «Если американский предприниматель приходит к вам с бизнес-планом, предполагается, что он знает правила игры, знает, что от него требуется, чтобы добиться финансирования. В Европе предприниматели пока еще являются скорее диковинкой, чем нормой. Мы тратили уйму времени на проверку людей. Нет смысла их финансировать, пока они не осознают риск. Мы хотим знать манеру их поведения. Можем ли мы доверять им? Не сдадут ли у них нервы, когда будет уже поздно отступать? Впрочем, оберегать предпринимателя от нервного срыва, возможно, также является частью процесса. И все же еще в начале пути требуется задать предпринимателю резонный вопрос: «Вы являетесь основателем и собираетесь предпринять рискованную затею. Возможно, вы не подойдете на роль главного исполнительного директора. Что вы думаете об этом?»» По словам Ирвинга,

Pond отказывается от инвестиции, если в ответ звучит высказывание в таком духе: «Я — основатель, значит, я и буду генеральным директором. Это моя компания».

Какой же ответ хочет услышать венчурный капиталист? «Да, я основатель, но меня больше интересует богатство, чем звание». Неплохой ответ, если вы действительно в это верите. Еще более актуален этот вопрос для венчурных фирм, подобно Pond имеющих дело с начинающими компаниями, основателями которых зачастую являются разработчики технологии. В любом случае вы не должны допускать «случайных» или «неформальных» встреч с вашей командой.

Джузеппе Зокко из компании Index приводит еще одну причину, по которой изучение человеческого капитала в Европе дается труднее, чем в США: «В Кремниевой долине все знают всех, таким образом, можно проверить подготовленность членов команды более непосредственным образом. Инвесторам, работающим в европейских условиях, постоянно приходится считаться с особенностями разных культур: один день мы имеем дело с погруженным в себя финном, другой — с экзальтированным испанцем. Вполне возможно, что положение их компаний сходно, однако по ним этого не скажешь». Местные обычаи, законы и культурные установки являются еще одной проблемой. «Например, в Нидерландах, — жаловался один венчурный капиталист, — запрещено требовать справку о состоянии здоровья. Мы стремимся разузнать о человеке *все*, поскольку мы хотели бы иметь дело с людьми, которых мы знаем, — добавляет он. — В США некоторые венчурные капиталисты даже требуют от предпринимателя предъявить налоговую декларацию. В Европе же подобная просьба показалась бы необычной».

В отношении ведущих сотрудников вашей компании венчурные капиталисты потребуют представить профессиональные и личные рекомендации. Первые включают рекомендации как от людей, которых вы нанимали, так и от людей, на которых вы работали. Они попытаются разузнать о вас все. Все ли в порядке в вашей семье? Очень важный вопрос, ведь здоровая семейная обстановка поможет вам смягчить перегрузки деловой жизни. Как вы справлялись с трудными ситуациями на предыдущей работе? Они доверяют вам свои деньги, так что просто обязаны быть не в меру любопытными. Кое-кто даже прибегает к психометрическому тестированию (например, по Бригг Майерс). Многие находят, что это уже перебор. Особенно американские венчурные капиталисты, которые не слишком уважают людей, пренебрегающих природным чутьем: «Вы или разбираетесь в людях, или нет. Если вы опираетесь на тестирование, возможно, работа венчурного капиталиста — не для вас».

Мало кто знает, что венчурные капиталисты нередко прибегают к личным расследованиям. Неформальные расспросы выявляют иногда пикантные факты из прошлого, вроде сексуального преследования на рабочем месте. Иногда венчурный капиталист просто чувствует нечто подозрительное. В таком случае он начинает копать глубже и имеет все шансы наткнуться на проблемы с налоговыми органами или подобные сведения. Поскольку существует вероятность тщательного разбирательства, довольно глупо скрывать такие вещи, как образование, судебные тяжбы или уголовные преступления. Даже если вам удастся ввести в заблуждение вашего инвестора, все равно вы должны будете дать определенные гарантии по поводу некоторых вещей (см. главу 13). Таким образом, если в дальнейшем инвестор сделает неприятные открытия, это может обойтись вам в кругленькую сумму. Меньше всего венчурный капиталист любит сюрпризы. Таким образом, нет более простого пути погубить сделку на корню.

Впрочем, несмотря на все усилия венчурных капиталистов, им не удастся полностью уберечь себя от неприятностей. Представитель одной европейской компании прямого частного инвестирования заявляет: «Мы всегда пытаемся обезопасить себя. Но можно ли предвидеть, что два предпринимателя будут на дух не переносить друг друга (а именно такая ситуация сложилась в одной неудавшейся инвестиции)».

## Финансовые показатели

Венчурный капиталист с головой погружается в бизнес-план и изучает прошлые показатели эффективности (если таковые имеются), а также пытается спрогнозировать будущее. Инвесторы обладают различными подходами к этому процессу. «Когда вы общаетесь с менеджерами по поводу модели бизнеса, вы вовсе не пытаетесь представить себе будущее компании через пять лет, — заявляет один инвестор. — Если речь идет о начинающей компании, то это не имеет никакого смысла. Лично я использую подобные беседы для выяснения квалификации менеджеров. Что они думают о компании, знают ли они факторы роста и прибыльности? Насколько они подготовлены, прагматичны, реалистичны?»

## Юридические и бухгалтерские вопросы

Прежде чем приступать к работе над перечнем условий, венчурные капиталисты должны получить представление о долевой структуре капитала, а также узнать структуру первых инвестиционных раундов. Однако основной объем работы по выяснению юридических вопросов прodelьвается

уже после подписания перечня условий. Вот тогда-то юристы исследуют каждую букву патентов на интеллектуальную собственность, изучат существующие контракты, а также выяснят все о прошлых и текущих судебных разбирательствах.

Исследование бухгалтерских вопросов обуславливается стадией существования компании. В начинающей компании нечего изучать. Если хоть какие-то финансовые записи все же присутствуют, венчурные капиталисты пожелают убедиться, что все в порядке.

## Что-то не так?

Почти наверняка венчурный капиталист обнаружит факты, которые ему не слишком понравятся. Идеальных инвестиций не бывает. Если вы постарались учесть возможные риски в вашем бизнес-плане и вполне честно отвечали на все вопросы, есть шанс избежать особых сюрпризов.

Факторов, которые могут привести к отказу от сделки, не так уж много. Венчурные капиталисты могут выяснить, что технология не вполне доработана, а это приводит к значительному техническому риску. Опросы клиентов, возможно, выявят недостаточно большой объем рынка. Кроме того, характер спроса может не вполне соответствовать вкусам инвесторов. Несомненно, отказу от инвестиции могут предшествовать долгие препирательства, особенно если перечень условий был подписан на раннем этапе.

## Процедура «дью дилидженс» в отношении самого венчурного капиталиста

Пока венчурный капиталист пытается оценить вас, вы можете провести «дью дилидженс» в отношении самого венчурного капиталиста. Предприниматели уделяют этому вопросу недостаточное внимание. Посредственного работника можно уволить. Венчурного же капиталиста не выставишь за дверь. «У многих предпринимателей не хватает смелости на собственную процедуру “дью дилидженс”. Они ползают перед венчурным капиталистом на коленях с миской для подаваний в руках», — заявил один исполнительный директор, вовсе не страдающий подобной робостью.

Начнем с основ. Имеет ли фонд деньги? Не излишне ли наивен этот вопрос? Ведь в том-то и состоит профессия венчурного капиталиста, чтобы распоряжаться средствами. Однако сделку нельзя считать состоявшейся, пока деньги не поступят на ваш банковский счет. Некая ком-

пания убедилась в этом на собственном горьком опыте. Она добивалась финансирования от одной лондонской венчурной фирмы. Все процедуры были выполнены, все документы подготовлены. Наступил день, когда венчурный капиталист должен был перевести средства. Однако вместо этого он позвонил и сообщил, что сделка отменяется, поскольку его фирме не удалось собрать свой собственный фонд. В похожую ситуацию попал ирландский фонд Agiposour, начавший свою деятельность несколько лет назад. Особую гордость у его работников вызывал перечень светил, заседавших в его правлении, а также 200 млн долл., якобы готовых к инвестированию. Первая же инвестиция закончилась провалом, поскольку так называемые вклады загадочным образом испарились, едва наступило время подписывать чек.

Таким образом, стоит больше узнать о финансовом положении венчурной фирмы. Даже вполне солидные, уважаемые фирмы могут вести себя совершенно по-разному, в зависимости от собственного цикла финансирования. Одно дело, когда фирма только что собрала новые средства для формирования фонда, другое — когда ее старый фонд уже на исходе. Сколько денег фирма отложила для очередных инвестиций? Многие мелкие фонды в период бума «погорели» на том, что вкладывали все свои средства, не оставляя ничего для последующего финансирования своих портфельных фирм. Даже если им удавалось собрать еще один фонд, у них возникало множество проблем. Особенно это касалось оценок, ведь новый фонд, созданный для поддержки прежних инвестиций, имел уже совершенно других партнеров с ограниченной ответственностью. В нынешних рыночных условиях, весьма неблагоприятных для выхода, венчурные капиталисты вынуждены откладывать значительную долю своих средств с оглядкой на будущее. Самые осторожные берегут более половины своих фондов для последующих раундов финансирования.

Еще одним определяющим фактором является уровень интереса к вашему сектору. Предпринимала ли фирма подобные инвестиции раньше? Если венчурные капиталисты не знают ничего о вашей отрасли, ваши попытки раздобыть у них средства в лучшем случае обернутся тяжкими усилиями, а вероятнее всего — полным провалом. Если поставить вопрос более широко, то, что означает для венчурных капиталистов инвестиция в вашу компанию? Если последний фонд был успешным, партнеры, вероятно, чувствуют себя неплохо. Неудача же может означать, что фирма усиленно работает над возвращением доверия к себе. С другой стороны, партнеры могут быть столь «увлечены» избавлением от навалившихся напастей, что едва ли способны испытать хоть какой-то энтузиазм по поводу новых инвестиций.



Можно многое узнать о манере поведения фирмы по вопросам, которые она задает. Майкл Ледзион из Polight, молодой дочерней фирмы при кафедре химии Кембриджского университета, утверждает: «Инвесторы могут отвлечь от себя своими вопросами. Один из них спросил нас: “Хотелось бы в подробностях знать, как вы собираетесь проникнуть на рынок”». С точки зрения Ледзиона, этот вопрос смехотворен, когда речь идет о столь юной компании: «Если они интересуются деталями действующего маркетингового плана, значит, с ними нельзя иметь дело. На мой взгляд, это попросту говорит об их неуверенности в себе. На этой стадии адекватные вопросы заключались бы в следующем: “Верите ли вы, что этот рынок нам подходит, верите ли вы, что наш продукт может достичь более высокой эффективности при низкой стоимости, верите ли вы в менеджмент?”»

Еще одним ценным источником информации о венчурной фирме являются генеральные директора других портфельных фирм, а также предприниматели, получавшие финансирование фирмы в прошлом. Попросите венчурного капиталиста предоставить вам первоначальный список. Используйте его для расширения круга опрашиваемых лиц. Но как вызвать людей на откровенность? Журналисты знают один забавный трюк: просто позвольте людям говорить. Когда же они остановятся, не торопитесь заполнить паузу. Ждите. Они сами не выдержат молчания: «Ну, это было...» После этого они действительно начнут говорить то, что вы хотите услышать.

Помните, что культура фирмы зачастую определяет манеру поведения отдельных партнеров. Какие обещания давались до предоставления инвестиции и что фактически было сделано? Действительно ли они добавляют стоимость? Вмешиваются ли они в работу компании? Сколько времени они на вас затрачивают? Остерегайтесь при этом «медового месяца», который переживает предприниматель, только что получивший финансирование. Выясните, как ведет себя венчурный капиталист, когда финансируемая им компания переживает трудные времена. Насколько эмоционально он подходит к делу? Немало других вопросов должно возникнуть, если вы вновь перечитаете главу 9.

Вы должны максимально ясно представлять себе, как работает венчурная фирма, как принимаются решения (см. главу 14), кто обладает влиянием. Изучите личные дела ведущих сотрудников. Кроме того, обратите внимание на более общие вопросы. Есть у фирмы наблюдательный или консультативный совет? Если да, то кто туда входит? Насколько они эффективны? Нередко предприниматели забывают задать один важный вопрос: какова система вознаграждения вашего венчурного капиталиста?

В венчурных фирмах, представляющих собой кэптивныe структуры, иногда не применяется традиционная схема фиксированного процента вознаграждения. Вместо этого работники получают премии за завершeнные сделки. Стоит владеть подобной информацией, поскольку после совершения инвестиции (и выплаты премии) у венчурного капиталиста может исчезнуть желание особо напрягаться.

## Издержки

Так кто же платит консультантам, занимающимся вашей компанией? В большинстве случаев, конечно же, вы. «Почему мы должны платить за их “дью дилидженс?” — с негодованием спрашивал один предприниматель. В любом другом бизнесе это называлось бы «торговыми издержками». В конечном же счете, все определяется переговорами. Праведный гнев предпринимателя не был растрачен впустую — в его случае, к слову, довольно необычном, венчурному капиталисту пришлось самому оплатить издержки.

Другой генеральный директор усмотрел здесь некий конфликт интересов: «Конечно, здесь каждый пытается тянуть одеяло на себя. Но, если задуматься: эксперт работает на венчурную фирму, которая пытается оценить бизнес-план, а платим за все мы. Так куда могут распространяться их интересы?»

Неплохо было бы ограничить затраты на «дью дилидженс». Некоторые фирмы раздувают расходы на рыночный анализ до 50–60 тыс. фунтов. В целом, чем лучше венчурный капиталист, тем больший объем работы он проводит своими силами. Чего вам совсем не хочется делать, так это оплачивать любые расходы, если венчурный капиталист отказывается от инвестиции. Не идите на это (хотя многие фирмы соглашаются на этот риск). Ко времени подписания перечня условий у вас должна быть четкая договоренность по поводу распределения расходов: кто и что оплачивает и в каких пределах, — все это должно быть ясно зафиксировано на бумаге.

Следующую, тринадцатую, главу мы посвятим перечню условий. В самом деле, к моменту начала переговоров вы должны знать, какого рода сделку вы собираетесь заключать.

## Перечень условий

Приятные известия не печатаются мелким шрифтом.

Неизвестный

АЛЕН ФОЛИС, руководитель Visa International, а затем основатель компании Open Business Exchange, разработчика системы электронных счетов-фактур (инвойсов), указывает, что некоторые элементы перечня условий могут оказаться весьма неожиданными даже для выдавших виды опытных администраторов: «Вы полагаете, что, работая на руководящей должности в крупной корпорации, вы многое знаете. Но это вовсе не означает, что вы когда-либо видели соглашение между акционерами. Вы понятия не имеете о таких вещах, как преимущественные права на активы компании при ее ликвидации».

Да и сами венчурные капиталисты вряд ли считают свои перечни условий идеальным чтением перед сном. Барри Малони является действующим партнером фирмы Benchmark в Лондоне. В свое время он стал «крестным отцом» ирландской телекоммуникационной компании Esat (с численностью персонала 1200 человек), которую он впоследствии продал фирме British Telecom за 1 млрд фунтов. Он признается в том, что «запутанные формулировки и прочая бессмыслица» приводят его в бешенство: «По своей мучительности это напоминает прохождение канала при лечении зуба дантистом». К счастью, лондонская команда имеет своего юридического эксперта, который занимается подобными вопросами. «Существует риск, что предприниматель настолько запутается в мелочах, что уже при

установлении ваших отношений будут предприняты неверные шаги. Здесь действует закон убывающей доходности (law of diminishing returns). В конце концов, венчурный бизнес связан с риском. Зачастую же эти соглашения устанавливают порядки, уместные, скорее, в отношениях между банком и заемщиком», — говорит Малони.

Перечень условий представляет собой «письмо о намерениях совершить сделку», нечто вроде «добрачного соглашения» между предпринимателем и венчурным капиталистом. Этот документ очерчивает рамки итоговой сделки, однако, за некоторыми исключениями, он не обладает обязательной силой. Венчурный капиталист волен изменять любые его положения в процессе переговоров. Часто именно так и происходит, особенно это касается оценки. С точки зрения венчурного капиталиста, условия должны способствовать достижению его главной цели, а именно успешному выходу и доходности инвестиции. По окончании переговоров условия будут включены в итоговую документацию: устав и соглашение между акционерами.

Марк Састер из BuildOnline, имеющий за плечами не один раунд финансирования, теперь смотрит на этот процесс со здоровым цинизмом: «Каждый пункт в перечне условий служит основному устремлению всех инвесторов: заработать как можно больше на вас или на других инвесторах. Никто не сообщал мне об этом. Предприниматели слишком увлечены оценкой самой по себе и не осознают, какие ловушки сокрыты в перечне условий».

## Посмотрите на изнанку жизни

Врожденный оптимизм — вот, что помогает предпринимателям добиваться своего. Однако даже самый несокрушимый оптимизм будет поколеблен в столкновении с перечнем условий. Обращайте внимание на все детали. Перечень условий создавался венчурными капиталистами и, следовательно, отражает *их* интересы. Не являются исключением и условия, предусмотренные на случай возможных неприятностей. Ни один предприниматель, заключая сделку, не желает об этом думать. Однако, если вы так поступаете, это означает, что вы всего лишь откладываете свои проблемы на потом. Не забывайте, что для этого и ведутся переговоры.

Макс Картелльери, который представляет мюнхенский сайт Ciao.com (предназначенный для онлайн-продажи товаров и созданный, по

определению немцев, в «годы обмана»), убеждает предпринимателей не замыкаться на одной только оценке. «Смотрите и на другие условия, — советует он. — Каждый предприниматель уверен в своем успехе. И все же дела не всегда идут так, как положено, и вам следует учитывать такую возможность». Помните, что все предстоящие события — будущие раунды финансирования, прием на работу, даже продажа компании — во многих, если не во всех отношениях, определяются первоначальным соглашением. Перечень условий должен уравнивать интересы сторон, жесткие же условия, заложенные с самого начала, способны настроить стороны друг против друга, вылиться в бесконечные препирательства с будущими инвесторами, работниками и возможными покупателями.

В США, где венчурный процесс уже давно хорошо отлажен, документация относительно стандартизирована (хотя в период спада и произошли некоторые изменения). Существует всего лишь несколько основных «шаблонов», представляющих «фирменные» стили небольшого числа ведущих венчурных юридических фирм. Незначительные различия существуют также между Западным и Восточным побережьями. На относительно незрелом европейском рынке царит полнейшая какофония правил. При этом, расхождения между перечнем условий и юридической документацией могут достигать значительных масштабов. Нередко даже на уровне отдельной фирмы не существует единых стандартов. Одно крупное европейское агентство прямого инвестирования имеет дело, по меньшей мере, с тремя различными группами юридических фирм, а также со множеством партнеров внутри каждой фирмы, и все они используют свои собственные (или их партнеров) излюбленные форматы.

Перечни условий в американском стиле в избытке заполнили Европу в период бума. Однако различия в юридических нормах неизбежно приводили к трудностям с переводом. В своей основе европейское законодательство призвано защищать кредиторов, в то время как американское законодательство — целиком на стороне акционеров. Например, в Европе фирма может выкупить свои акции только в том случае, если она имеет распределяемые резервы. В США фирме достаточно просто обладать деньгами. Таким образом, европейским юристам приходится применять изощренные способы, чтобы воспроизвести нормы, вполне естественные в американских условиях. Кроме того, немногие европейские эксперты понимают структуру перечня условий, и еще меньшее их количество знает разницу между европейскими и американскими методами. Существуют и идейные различия. Американские венчурные капиталисты, по крайней

мере до недавних пор, привыкли весьма прямолинейно понимать свое участие в сделке и старались оказывать влияние на компанию, участвуя через своих представителей в работе ее правления. Подобный подход куда более пропитан духом партнерства, чем европейский. Обе стороны принимают участие в работе, и есть только два возможных исхода — или все зарабатывают много денег, или все много теряют. Между этими двумя путями с точки зрения перечня условий практически не существует различий.

В Европе, напротив, господствует стиль мышления, связанный с выкупами компаний менеджментом. Кроме всего прочего, это означает, что инвесторы не в такой степени интересуются работой в правлении. Куда больше они озабочены составлением сложных инвестиционных соглашений, определяющих отношения, которые скорее напоминают отношения между банком и заемщиком. Регулирующие статьи носят характер «отрицательного контроля» (т. е. они представляют собой длинные списки действий, в отношении которых венчурный капиталист желает обладать правом вето). Удивительно, насколько распространен этот стиль мышления, связанный с выкупами. Например, соответствующий раздел учебных материалов Европейской ассоциации венчурного капитала написан специалистом по выкупам компаний менеджментом. При этом схемы выкупа и финансирования начинающих компаний в большей или меньшей степени переплетены.

На это существуют вполне очевидные исторические причины. В США венчурный капитал и выкупы за счет использования заемных средств представляют собой две совершенно разные отрасли. В Европе, напротив, господствует подход компании *Zi*, которая еще в 1950-е годы начала структурировать свои инвестиции как ссуды с дешевым собственным капиталом. Это была осторожная инвестиционная стратегия. С точки зрения *Zi*, она, по крайней мере, обещала возвращение денег с выплатой процента. Для компаний этот подход куда менее привлекателен, однако подобные схемы вполне одобрялись бухгалтерами и юристами, консультирующими предпринимателей. Для американских предпринимателей эти схемы едва ли приемлемы, и не только потому, что они ослабляли бухгалтерский баланс, но также вследствие высокой конкуренции между многочисленными венчурными капиталистами.

Кроме того, в США действуют так называемые «правила недостаточной капитализации» (*thin deduction rules*). Если Служба внутренних доходов США решает, что баланс «недостаточно капитализирован», то ссуду предлагается классифицировать как собственный капитал, лишая, таким образом, фирму гарантированных налоговых послаблений в отношении выплачива-

емого процента. В Великобритании компании, как правило, могут добиться налоговых послаблений в отношении процентных платежей.

Опять же, в Европе до эпохи бума обычно проводилось меньшее количество раундов финансирования, чем это было принято в США. Таким образом, американские меры против разбавления (см. ниже) не были столь уместны в европейских условиях. Если число раундов финансирования не превышает трех, то, скорее всего, в них будут принимать участие одни и те же инвесторы.

В то же время содержание перечней условий в той же степени подвержено циклическим переменам, как и все остальное в венчурной отрасли. Таким образом, собирая средства для формирования фондов, следует добиваться условий, уместных на текущей стадии цикла. Обратитесь к опытному юристу, который обслуживал достаточное количество венчурных сделок. К сожалению, подобные люди в Европе — все еще редкость. Какие условия предлагались другим предпринимателям? Чего они достигли благодаря переговорам? Знание — сила. В разгар бума, когда инвесторы торопились расстаться со своими деньгами, зачастую заключались странные соглашения. Предположительно, профессиональные венчурные капиталисты инвестировали скорее даже в обыкновенные, чем в привилегированные акции. Тем не менее даже в этот период, когда предприниматели, по всей вероятности, могли диктовать свою волю, некоторые неопытные основатели соглашались на драконовские условия в надежде на будущие миллиарды. Перечень условий для сайта Clickmango, финансируемого компанией Atlas, был подписан за восемь дней. Тем не менее его составителей не обвинишь в небрежности, поскольку некоторые условия были в достаточной мере жесткими.

После кризиса на публичных рынках, в марте 2000 г., венчурные фирмы начали вводить еще более суровые статьи. К 2001 г. по Кремниевой долине начал «гулять» так называемый «франкенштейновский» перечень условий, в котором были собраны самые вопиющие примеры условий, потакающих прихотям венчурных инвесторов. Разумеется, это было весьма далеко от традиционного для США стиля дружеского партнерства. Сегодня венчурные капиталисты оправдывают эти условия, заявляя, что они пытались умерить по-прежнему завышенные притязания предпринимателей в отношении оценок. Однако степень их «завышенности» можно оценить только сейчас, задним числом. Лишь впоследствии венчурные капиталисты смогли осознать, насколько неблагоприятно «франкенштейновский» список сказывался на их отношениях с предпринимателями, и лучшие представители отрасли сумели извлечь уроки и преодолеть искушение.

Распространение более жестких условий в США привело к некоторому сокращению разрыва между европейскими и американскими принципами венчурного бизнеса. Более того, имело место и встречное движение, поскольку европейцы принялись воспроизводить схемы американских венчурных капиталистов (меры против разбавления и т. д.). В то же время мне приходилось сталкиваться и с инвесторами (зачастую менее опытными или сосредоточившимися на европейских методах), весьма неодобрительно относящимися к американским принципам. По их мнению (ошибочному, на мой взгляд), американская схема, предполагающая использование конвертируемых привилегированных акций, является пережитком эпохи бума. Старый, «кредитный», подход вновь вступает в силу в Европе. Американские принципы всегда были более выгодны для компаний, чем для венчурных фирм, и может случиться так, что в трудные времена многие европейские венчурные капиталисты вновь обратятся к своим прежним подходам.

Как правило, европейские перечни условий (если не брать в расчет самые развитые венчурные фирмы) не слишком подробны. Краткий перечень условий, едва занимающий бумажную страницу, таит в себе определенные опасности. Первые же (или последующие) проекты соглашения между акционерами будут содержать множество условий, которых вы прежде не видели, а некоторые из них могут оказаться для вас попросту неприемлемыми. Кроме того, стоит напомнить, что агрессивный перечень условий может быть результатом обычной некомпетентности или небрежности. Виновником может оказаться как посредственный венчурный капиталист, так и не слишком опытный юрист. «Вырождение» структуры перечней — вплоть до полной бессмыслицы — является достаточно распространенным явлением. «В некоторых соглашениях упоминаются финансовые инструменты под названием “конвертируемые погашаемые акции”, — рассказывает один юрист, — хотя они не являются ни конвертируемыми, ни погашаемыми». В самом деле, чтобы они стали таковыми, необходимо пополнить соответствующими статьями устав. Саймон Дарлинг, организатор компании Fonепark, занимающейся разработкой программного обеспечения для обмена текстовыми сообщениями на чате, вспоминает один весьма агрессивный перечень условий, с которым он столкнулся в эпоху бума: «Не было необходимости в столь суровых статьях. Кто-то просто снял с полки какое-то допотопное соглашение. Оно было весьма неряшливо составлено. Переговоры заняли куда больше времени, чем положено». Он вынес из этого следующий урок: не пытайтесь обсуждать каждый идиотский пункт, настаивайте, чтобы инвестор подготовил новый документ.



С точки зрения предпринимателя, основной целью является как можно более «ясный» перечень условий. Если вы пытаетесь раздуть оценку, это обернется для вас не слишком привлекательными условиями. «Если вы не согласны на предлагаемую цену, то венчурный капиталист пополнит соглашение множеством оговорок», — утверждает один венчурный капиталист. Добавляя все эти условия, мы чувствуем себя несколько уютнее. Именно они являются ценой за искусственно раздутую цену. Предприниматель считает, что все будет в порядке, так что его это не слишком заботит». Менее солидные фирмы могут попытаться «надуть» предпринимателя еще больше.

Противоречия возникают позже, когда приходит время следующих раундов финансирования. В дело вступают новые инвесторы и пытаются пересмотреть права существующих инвесторов в таких областях, как защита от разбавления. Поэтому соглашение должно быть ясным, но подробным. Его детальная проработка не только позволяет избежать яростных споров на переговорах в последний момент, но и даст возможность сравнивать перечни условий, предлагаемых разными венчурными капиталистами. Венчурный капиталист, обещающий самую высокую оценку, может оказаться вовсе не таким привлекательным с учетом остальных условий его предложения. Фирмы нередко идут на одну хитрость. Они сопровождают свои перечни условий упоминанием о том, что это — их «стандартные условия». Не покупайтесь на это. Вам нужен подробный договор на 7–8 страниц с приемлемыми условиями.

## Структура капитала

### Собственный капитал

#### *Обыкновенные акции*

Простейший вид акций. Обычно их держат основатели, друзья, родственники и «бизнес-ангелы» (хотя иногда «ангелы» производят инвестиции при помощи привилегированных акций) и менеджмент (в качестве платы за его услуги, часто посредством опционов). Обыкновенные акции представляют собой самую ненадежную ценную бумагу, претендующую на долю в капитале. В случае любых притязаний на активы или прибыль компании (будь то продажа компании, распределение дивидендов или ликвидация) держатели обыкновенных акций будут удовлетворены в последнюю очередь.

### ***Привилегированные акции***

Обычно привилегированные акции стоят дороже и имеют больший «вес», чем обыкновенные. Инвесторы могут записать за владельцами акций любые права, привилегии или гарантии, какие только пожелают. Собственно, для этого и нужен перечень условий. Если для финансирования компании требуется несколько раундов, то, скорее всего, будет выпущено несколько классов привилегированных акций — в США их обозначают в алфавитном порядке: А, В и так далее. Им назначаются различные цены и различные права — в зависимости от этапа существования компании, а также рыночной ситуации.

Существует громадное разнообразие форм привилегированных акций. Тем не менее все они дают своим обладателям одну фундаментальную привилегию: в случае продажи компании или ликвидации они получают свои средства до владельцев обыкновенных акций. Это — весьма важная их особенность. Множество остальных «привилегий», предполагающих право на сумму, в несколько раз превышающую размер инвестиции, составляют один из самых вздорных разделов перечня условий (мы подробно поговорим об этом несколько ниже).

К обладанию привилегированными акциями инвесторов толкает не только жадность. Представим венчурного капиталиста, который вложил 5 млн евро в компанию, для которой оценка предварительной стоимости составляет 5 млн евро. Таким образом, оценка постинвестиционной стоимости равна 10 млн евро. В обмен на свои деньги инвестор получает половину компании. Предпринимателю же достается другая половина, представляющая его идею, а также время и усилия, затраченные на создание компании. Предположим, что компания почти сразу продана за 5 млн евро. Если венчурный капиталист произвел свою инвестицию посредством обыкновенных акций, ему полагается только 2,5 млн евро. Оставшаяся же половина достается предпринимателю, что ставит венчурного капиталиста в дурацкое положение, ведь он вернул только половину вложенных средств. Если же он использовал привилегированные акции, то он получает назад все свои 5 млн евро. Предприниматель же в таком случае остается ни с чем.

### ***Конвертируемые привилегированные акции***

Это один из самых распространенных инструментов инвестирования, используемых в соглашениях американского типа. Обладатель таких акций имеет право в определенные, ключевые, моменты жизни компании обратить их в обыкновенные. Как правило, это можно сделать при эмиссии новых акций или при выходе. В приведенном примере, если компания продана

за 10 млн евро или за меньшую сумму, инвестор не станет конвертировать свои акции (если же цена компании составит 9 млн евро, он получит назад свои 5 млн). В случае же конвертации он будет иметь право только на 50%, т. е. в данном случае 4,5 млн евро. Как правило, конвертируемые привилегированные акции дают право голоса, как если бы они уже были преобразованы в обыкновенные.

### ***Конвертируемые привилегированные акции с правом участия***

Вместе с этими акциями инвесторам достается еще один лакомый кусочек — они не только получают свои деньги первыми, но еще и принимают участие в дележе оставшейся части компании, в соответствии с величиной своей доли. Кое-кто может посчитать это несправедливым, но ныне это вполне обычная практика. В приведенном примере, если компания продана за 9 млн евро, то инвестор получает 5 млн евро, а также еще 2 млн евро, т. е. половину оставшейся выручки.

В условиях разогретого рынка, когда менеджеры уверены (вероятно, напрасно) в будущем IPO, они не в такой степени рискуют попасть под «разбавляющее» действие этого инструмента, поскольку при IPO они автоматически конвертируются в обыкновенные акции. В самом деле, если использовать этот инструмент в полном объеме, то венчурные капиталисты и основатели никогда не окажутся в одной лодке. Как хорошо бы ни складывались для вас обстоятельства, венчурный капиталист всегда окажется в лучшем положении. Можно найти компромисс и наложить ограничение на право участия. После того как инвестор получит назад свой вклад в двух- или трехкратном размере, он теряет право на дальнейшее участие.

### ***Инструменты условного собственного капитала***

Эти инструменты отражают доминирующую в Европе «выкупную» ментальность в отношении инвестиций на ранних стадиях, поскольку служат для повышения предсказуемости дохода. Теоретически они позволяют инвесторам возвращать свои деньги быстрее, а также получать регулярный дивиденд или процентные платежи. Любой прирост капитала предстает для инвестора в форме тонкого слоя привилегированных или так называемых обыкновенных акций типа А, в которые он также инвестировал.

Основная структура условного собственного капитала состоит из долгового обязательства и тонкого слоя привилегированных акций, обыкновенных акций типа А (привилегированные акции, дающие меньше прав) или варранта (гарантий) на покупку акции по определенной цене. Инвестор

обладает тем преимуществом, что он получает процентный купон, а также в определенный момент возвращает себе ссуду. В случае же банкротства он считается кредитором с правом на активы компании. При этом он обладает преимуществом перед другими держателями акций, включая обладателей привилегированных акций. Поскольку речь идет о ссуде, компании вовсе не обязательно обладать распределяемыми резервами, чтобы выплачивать основную сумму или процент. В этом состоит одно из отличий от дивиденда по привилегированным акциям. Кроме того, инвестор исполняет варрант, если и только если собственный капитал хоть что-то стоит.

Выигрывает ли компания хоть что-то? Откровенно говоря, нет. Более того, это только ослабляет баланс. Единственным утешением могут служить налоговые послабления при выплате процентов (естественно, компания должна хотя бы не приносить убытков).

Ссуду иногда можно преобразовать в собственный капитал, а иногда — нет. В том случае, если это возможно, инвестор оказывается в еще более выгодном положении. Если компания преуспевает, он может воспользоваться преимуществами собственного капитала. Если же компания оказывается в числе неудачников, он обращается к выгодам ссуды (а именно получает статус кредитора, а не акционера). С точки зрения предпринимателя, эта форма «участия» сочетает в себе недостатки банковского и венчурного «миров». Выплаты по купону составляют примерно 8%. Разумеется, это выше, чем рыночный процент, и связано с тем, что львиную долю этой суммы венчурный капиталист должен заплатить инвестору. Иногда, впрочем, применяется скользящая ставка: начиная с нуля и выше. Погашение обычно происходит посредством периодических выплат после определенной даты, возможно, через 3–4 года после произведения инвестиции.

Иногда предприниматели полагают, что в кредитной структуре есть и свои преимущества, ведь если они выплатят долг, то инвесторы больше не будут обладать над ними никакой властью, как в случае с использованием привилегированных акций. Однако это не так. Некоторые права относятся к ссуде, однако многие распространяются на привилегированные акции или обыкновенные акции типа А.

Есть и еще один неприятный момент. Оценка в отношении ссуды производится точно так же, как в случае с собственным капиталом (впрочем, очевидно, что многое зависит и от переговоров). Предположим, венчурный капиталист согласился вложить 2 млн евро при оценке предварительной стоимости 6 млн евро. Таким образом, оценка постинвестиционной стоимости составляет 8 млн евро, из которых 1,5 млн евро представляют собой ссуду, а оставшаяся часть — обыкновенные акции типа А. Венчурный капиталист, тем не менее, будет претендовать на четверть компании. Может,

это и можно *назвать* кредитом, скажет он, но сам он находится «в конце списка» других кредиторов, так что он и в самом деле заслуживает 25% — несмотря на то что компания платит процент.

## Условия из «Перечня условий»

Далее будут объяснены условия и их практические последствия. Впрочем, учитывая нынешнее хаотическое состояние рынка, эти объяснения вряд ли стоит считать исчерпывающими. По сути, эти условия отражают американские перечни условий для конвертируемых привилегированных акций. Кроме того, мы рассказали о чисто европейской схеме условного собственного капитала. На протяжении всего процесса общения с венчурными капиталистами не забывайте, кто перед вами. Один юрист сказал мне, что предприниматели смотрят на венчурных капиталистов сквозь розовые очки, не осознавая насколько «кровожадными» они бывают. «Они никогда так не поступят», — восклицают они. «Ну конечно поступят», — отвечаю я.

### На первой странице перечня

Перечень условий открывается основными пунктами соглашения, включая имена инвесторов, инвестируемую сумму, инструменты (например, конвертируемые привилегированные акции для серии А), количество и цену выпускаемых акций (или основные характеристики ссуды). На этой стадии оценка пока не является окончательной, поэтому, представляя черновой вариант перечня, инвестор часто указывает, что «оценка предварительной стоимости будет определена позднее». Фирма также может представить свои «соображения» по этому поводу. Естественно, вы хотите, чтобы ко времени подписания перечня оценка была «зафиксирована» и ясно выражена.

Кроме того, имеется приложение, показывающее структуру капитала до и после инвестиции, включая все выпущенные опционы и варранты, а также пул опционов для новых работников. На «черновой» стадии вторая графа очевидно останется пустующей, учитывая предварительную природу первых оценок.

### Преимущественные права на активы компании при ее ликвидации

Преимущественные права на активы компании при ее ликвидации дают инвестору «преимущественные права» на любые имеющиеся средства по

отношению к акционерам в случае ликвидации компании. Термин «ликвидация» применяется не только к «похоронам» фирмы, но и к продаже ее другой компании из данной отрасли, а также к первоначальному публичному предложению. Когда «мыльный пузырь» лопнул, предпочтения при ликвидации приняли до абсурда раздутые формы. Мультипликатор преимущественных прав при ликвидации равнялся 5–6. Это значит, что держатель привилегированных акций мог рассчитывать на 5–6-кратный возврат вложенных средств еще до того, как прочие акционеры увидят хоть что-нибудь. Один германский инвестор рассказывал мне, что ему встречался мультипликатор, равный 10. В многочисленных раундах финансирования различные классы ценных бумаг могут обладать различными преимущественными правами по отношению друг к другу. Возьмем для примера компанию, финансирование которой происходит в три раунда: серии А, В и С. Держатели акций серии С могут иметь преимущественное право на деньги компании по отношению к держателям серии В. В свою очередь, последние обладают преимущественным правом по отношению к держателям серии А (в конце списка, естественно, находятся владельцы обыкновенных акций).

Высокий мультипликатор может сильно повлиять на размер доли менеджеров и сделать последнюю оценку бессмысленной, так что этот пункт требует весьма тщательного обсуждения. Предположим, что в течение серии С было вложено 4 млн долл. с мультипликатором, равным 3. Это означает, что 12 млн долл. отойдут владельцам привилегированных акций до того, как остальные увидят хоть цент. Таким образом, если за компанию было предложено 8 млн долл. то ни менеджеры, ни первые инвесторы не заработают ни гроша. Можно легко наделить привилегированные акции такими свойствами, что даже в случае успешности компании и продажи ее за 20–30 млн долл., деньги получают только владельцы этой группы акций. Когда же мультипликатор преимущественных прав применяется владельцами конвертируемых акций *с правом участия*, то ситуация, очевидно, с точки зрения компании еще более неблагоприятная. Как оправдывают подобную практику венчурные капиталисты? Они утверждают, что трехкратное увеличение их денег за три года означает внутреннюю норму доходности, равную «всего лишь» 44%. Это без учета вознаграждения.

Однако, в сущности, некоторые инвесторы, переживающие относительно возможностей выхода, пытаются таким образом гарантировать получение дохода в неблагоприятных рыночных условиях. При этом забывается, что суть их работы состоит в строительстве компаний. Однократный мультипликатор имеет смысл, шестикратный же, как мы

убедились, смехотворен. Частенько в условиях понижения оценки в ходе понижающих раундов финансирования ведется борьба за «свой кусок» между первыми инвесторами и менеджерами, и обеим сторонам приходится противостоять разбавлению (см. главу 17). Бессмысленно упоминать, что преимущественные права при ликвидации не дадут никакой защиты, если компания потерпела крах, и по окончании сделки оказывается нечего делить.

Важно убедиться, что все преимущественные права ясно изложены в перечне условий. Даже профессионалы могут попасться в ловушку. Некий венчурный капиталист искал кандидатов для последующего финансирования одной из своих портфельных компаний. В конце концов, он получил письмо от нового инвестора, в котором многие условия просто опускались. Это оправдывалось тем, что они «относятся к нашим стандартным условиям». На одиннадцатом часу переговоров, когда юристы уже обсуждали заключительные детали, венчурный капиталист обнаружил, что в документации были «упрятаны» весьма невыгодные преимущественные права на случай ликвидации. По сути, они предполагали, что компания должна быть продана за 200 млн евро, прежде чем менеджеры увидят хоть пени. Новый инвестор, представлявший ведущую европейскую венчурную фирму, привел следующую отговорку: «Но ведь, если фирма будет продана за 1 млрд евро, никому не покажется мало». Конечно, если компания успешна, споры о дележе утихают. В данном случае преимущественные права при ликвидации были столь завышены, что оценка теряла всякий смысл. Компании пришлось отказаться от услуг инвестора, и впоследствии она нашла более приемлемый вариант финансирования.

Впрочем, некоторые венчурные капиталисты все же осознали, к какому раздору между сторонами может привести использование этого инструмента. Сэр Адриан Бикрофт, партнер Арах, утверждает: «На мой взгляд, использование таких средств уместно, когда никто не верит в разумность оценок. Однако, если оценки реалистичны, то с какой стати венчурному капиталисту причитается трехкратный возврат вложенных средств? Едва ли он сделал великое изобретение». Самые проницательные венчурные капиталисты уже убедились, к каким проблемам могут привести эти условия при замене менеджеров. Новый генеральный директор, которому предложен опцион на обыкновенные акции, может справедливо заметить, что обыкновенные акции слишком проигрывают по сравнению с привилегированными акциями, да еще если к последним прилагается мультипликатор. Он может заявить: «Предприниматель еще мог бы на это пойти, поскольку компания составляет дело его жизни. Я же желаю

получить разумное вознаграждение за риск. Если компания будет стоить 50 млн евро, я не получу ничего, если же она будет стоить 200 млн евро, я заработаю уйму денег. Меня не устраивает подобный “расклад”. В таких обстоятельствах старшего менеджера можно привлечь, предоставив ему опцион на привилегированные акции.

Иногда менеджеры добиваются создания специального класса акций для работников (класс E). В таком случае в ходе раунда C владельцы этих акций, обладая трехкратным мультипликатором преимущественных прав, будут «перевешивать» инвесторов раундов A и B. Несомненно, что в этом случае держатели обыкновенных акций (основатели, «бизнес-ангелы» и т. д.) останутся в стороне.

Эффекта мультипликатора преимущественных прав можно добиться и при помощи ссуды, обладающей соответствующей структурой. По сути, возврат основной части ссуды представляет собой «однократное увеличение», таким образом, можно потребовать выплаты «выкупной премии», равной 2–3-кратному размеру ссуды. Однако здесь возникают юридические вопросы, поскольку законность подобной операции сомнительна, и вы можете указать на это инвестору. Преимущественные права при ликвидации могут быть применены и к таким инструментам, как обыкновенные акции типа A или варранты. В этом случае ваши претензии будут необоснованными.

## Права на дивиденды

Молодым компаниям нужны деньги на свой рост, и, как правило, они не выплачивают дивидендов своим пайщикам. В основном дивиденды платятся при ликвидации, если в качестве инструмента используются конвертируемые привилегированные акции. Основное различие здесь пролегает между кумулятивными и некумулятивными дивидендами. С точки зрения компании, первые являются более обременительными. В случае некумулятивных дивидендов неспособность компании выплачивать дивиденды в конкретном году (по причине отсутствия распределяемых резервов) освобождает компанию от обязанности их выплаты в дальнейшем. Кумулятивные же дивиденды накапливаются, даже если компания не располагает ресурсами. Затем этот долг добавляется к сумме, причитающейся согласно преимущественным правам при ликвидации. Как правило, дивиденды составляют 8% ежегодно. Вам также следует знать, не отдается ли выплата дивидендов предпочтение перед выплатами по «менее значимым» акциям, а именно: обыкновенным акциям и привилегированным акциям более раннего выпуска.



## Конвертация или автоматическая конвертация

В основе американского подхода лежит право держателей привилегированных акций конвертировать свои акции в обыкновенные, обычно в соотношении «один к одному». Однако этот коэффициент конвертации может быть и другим (например, в случае защиты от разбавления). При конвертации владелец акций, очевидно, теряет свои права — такие, как преимущественные права при ликвидации, преимущественные права в отношении дивидендов и защита от разбавления. В некоторые моменты привилегированные акции будут конвертироваться автоматически, в том числе: при некоторых обстоятельствах и в случае IPO (квалифицированное IPO). Основной задачей является «очищение» структуры капитала. Автоматическая конвертация может быть также произведена, если за нее проголосует определенная часть держателей соответствующих акций.

Квалифицированное первоначальное публичное предложение определяется инвесторами при условии, если компании удалось привлечь некоторый минимальный объем капитала при определенной минимальной оценке компании («минимумы» определяются инвесторами). Ясно, что предприниматель заинтересован, чтобы оба этих значения были как можно меньше. Точно также в его интересах и сама конвертация. На протяжении всего процесса умерьте свой естественный оптимизм по поводу оценки «на выходе». В эпоху бума предпринимателям нередко навязывались соглашения, определяющие смехотворно высокие квалификационные пороги.

## Защита от разбавления

При помощи этой защиты инвесторы пытаются уберечь себя от риска понижения стоимости компании. Это помогает им уменьшить эффект разбавления, когда стоимость компании к моменту очередного раунда финансирования упала. Это достигается либо при помощи корректировки коэффициента конвертации, либо, что менее удобно, при помощи выпуска новых акций. В своих самых крайних формах он может привести к противостоянию сторон.

В разгар бума идея понижающих раундов не могла прийти в голову ни одному предпринимателю. Однако на «медвежьем рынке» исполнительным директорам уже пришлось побеспокоиться о том, чтобы в соглашения о разделении участия не прокрались какие-либо скрытые формы защиты от разбавления. Когда наступало время для новых раундов финансирования, оценки предыдущего раунда начинали казаться завышенными.

Это могло усугубляться тем, что компания не развивалась согласно намеченному плану.

Понижающие раунды неприятны опасностью разбавления. То же, до некоторой степени, относится и к «плоским» раундам, когда одна и та же оценка сохраняется на протяжении всех раундов. Инвесторы, которые покупают акции в ходе новых раундов финансирования в достаточном количестве, чтобы сохранить долю своего участия неизменной, все равно испытают разбавление, однако защита от разбавления существенно меняет эту «математику». Защита с «полным храповым эффектом» (full ratchet) и защита на основе средневзвешенной достигается путем коррекции коэффициента конвертации, в соответствии с которым привилегированные акции преобразуются в обыкновенные. В Великобритании, как правило, юристы пытаются достичь того же результата посредством выпуска новых акций. Оба способа сталкиваются с юридическими проблемами.

Защита от разбавления с «полным храповым эффектом» является наиболее агрессивной. При этом самая низкая цена за акцию последнего раунда применяется к предыдущему раунду, так что весь вклад инвестора переоценивается, как если бы он предпринял инвестицию по более низкой цене, независимо от того, сколько акций было выпущено. Таким образом, «храповое колесо\*» вступает в действие, даже если была выпущена только одна акция. Новая цена и в этом случае будет отнесена ко всему вкладу держателя, который может составлять миллионы акций. У акционеров, которых «храповое колесо» не затрагивает (основатели и менеджеры), разбавление сведет вклады почти к нулю.

Защита от разбавления на основе средневзвешенной — не такая драконовская мера, поскольку при этом принимаются во внимание объемы соответствующих раундов финансирования. Впрочем, держатель и в этом случае переживет некоторое разбавление. Опять же вычисляется новая цена, по которой привилегированные акции будут конвертированы в обыкновенные. Чем меньше было выпущено новых акций, тем меньшей корректировке подвергается коэффициент конвертации и, следовательно, тем меньше разбавление. Еще больше усложняет этот метод наличие двух вариантов формулы — с широкой базой и с узкой базой. Широкая база более благоприятна для основателей. Эффект разбавления меньше, поскольку вычисление производится на полностью «разбавленной» основе (включая эффект пула опционов, мер против разбавления и т. д.), формула же с узкой базой относится только к выпущенным акциям.

\* Термин «храповик», «храповое колесо» (ratchet) — непреодолимое (неминуемое) движение цены вверх или вниз. — *Прим. ред.*

Условие, предусматривающее «полный храповой эффект», часто служит объектом переговоров. Одному венчурному капиталисту был задан вопрос: сколько раз он вводил условие «полного храповика»? Венчурный капиталист отвечал: «Всегда». И сколько раз «храповик» был применен? Ответ был: «Никогда». Этот пункт из перечня условий на переговорах может обсуждаться в первую очередь (венчурный капиталист может задействовать это условие в ответ на снижение оценки). Понятно, что, если дела пойдут неважно, эти условия можно использовать как орудие для замены основателей и/или менеджеров.

Конечно, вы должны стремиться к использованию менее болезненной защиты на основе средневзвешенной. Один известный европейский венчурный капиталист, как правило, не претендовал на право на защиту в первых раундах, но он угрожал ввести вето на последующие раунды финансирования, пока ему не предоставят это право. Чаще инвесторы, участвующие в поздних раундах, не хотят вкладывать свои деньги, пока более ранние инвесторы не откажутся от своих прав. Чего никогда не встречается, к сожалению, — так это защиты от разбавления для основателей.

## Плата за участие

Это условие появляется на «медвежьем» этапе цикла, когда перспективы последующего финансирования неясны. Оно требует от инвесторов, обладающих привилегированными акциями, участия в последующих раундах, пропорционального текущему участию. Если они отказываются от этого, то либо теряют свои многочисленные права (включая преимущественные права при ликвидации и защиту от разбавления), либо привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции (и теряют все права). Это одно из немногих условий, которые с очевидностью выгодны для предпринимателя.

## Права на выкуп

Инвесторы нуждаются в выходе, и им вовсе не хочется на всю жизнь привязываться к финансируемой компании. Они не желают, чтобы менеджеры получали приличный доход, а им доставался лишь скромный прирост капитала. Это условие устанавливает дату, до которой предприниматель обязан начать выкуп акций, приобретенных инвестором. Условие, предусматривающее право на выкуп, иногда предполагает также мультипликатор вложенных денежных средств — это эквивалентно преимущественным правам при ликвидации плюс накопленные кумулятивные дивиденды.

Это одно из тех условий, на выполнении которых венчурные капиталисты едва ли будут сильно настаивать. Однако на переговорах они используют их в качестве рычага давления, позволяющего выторговать нужные позиции: речь может идти о сокращении издержек компании или, что еще хуже, о замене менеджеров. Дата выполнения этого условия будет отдалена от первоначального раунда финансирования на 4–5 лет, и может показаться, что не стоит беспокоиться о столь отдаленном событии. Но рано или поздно этот момент наступит. Выясните, какова стандартная практика. Постарайтесь отодвинуть сроки исполнения этого условия как можно дальше в будущее. Семь лет — куда лучше, чем четыре года.

Условие, предусматривающее право на выкуп, имеет большее распространение в США, чем в Европе. Это возвращает нас к теме о различиях между американским и европейским законодательствами: в Европе компания может выкупить свои акции только в том случае, если обладает распределяемыми резервами. Однако здесь следует проявлять осторожность — американские инвесторы иногда настаивают на его выполнении. При проведении переговоров попытайтесь избавиться от него или, по крайней мере, сделать его менее обременительным. Кроме юридических соображений можно указать, что неразумно принимать поспешные решения только потому, что срок погашения близится. Один предприниматель заявляет: «Этот момент вызывает много споров. Никто не хочет, чтобы к его затылку был приставлен пистолет. Можно согласиться на то, что, если через пять лет компания не будет продана, вы пойдете на признание части дивидендов. По крайней мере, это будет означать, что вы в выигрыше, а это само по себе неплохо. Можно пойти на то, чтобы правление назначило инвестиционный банк, который бы выбрал способ выхода».

## Права на регистрацию

Эти права применяются только к компаниям, стремящимся к выходу на американский публичный рынок, — однако большинство инвесторов захочет, чтобы и эта возможность оставалась открытой. В США любая *продажа* акций — будь то первоначальное публичное предложение или последующее вторичное размещение — должна быть зарегистрирована или освобождена от регистрации Комиссией по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission, SEC). В Европе, если какой-либо класс акций был зарегистрирован, то любые акции этого класса могут свободно обращаться на рынке. В США же продаваться могут только зарегистрированные или освобожденные акции.

Двумя самыми распространенными формами прав на регистрацию являются право на принуждение к регистрации (*demand registration right*) и право на присоединение (*piggyback\* right*). Право на принуждение к регистрации позволяет инвесторам требовать от компании регистрации ценных бумаг венчурного капиталиста в SEC. Теоретически, а иногда и в реальности, право на принуждение может включать следующее условие: если после определенного периода, скажем, через пять лет после момента инвестирования, выхода не произошло, то от компании можно потребовать произвести первоначальное публичное предложение. Это несколько странная практика, поскольку, если компания не готова к выходу на публичный рынок, то право на принуждение к регистрации венчурного инвестора вряд ли здесь поможет. В первую очередь, ни один андеррайтер не возьмет на себя размещение акций, если генеральный директор компании выступает против IPO. Таким образом, это условие едва ли будет реализовано. Скорее всего, подобно множеству других условий, оно будет служить инструментом давления на переговорах. В таком случае введению этого условия следует сопротивляться.

Право на присоединение позволяет инвестору «присоединиться» к уже произведенной регистрации. Естественно, компания проделывает все необходимые для этого процедуры и сама вносит требуемые (довольно значительные) платежи. И все же это право менее обременительно для компании, чем право на принуждение к регистрации.

## Блокировка

Условие, предусматривающее блокировку (*lock-ups*), иногда включается в раздел перечня условий, посвященный праву на принуждение к регистрации. Его могут вообще не упоминать, пока не зайдет речь об основном соглашении между акционерами, или его могут не включать совсем. Условие блокировки определяет, как скоро после первоначального публичного предложения основатели и венчурные капиталисты смогут продавать свои акции. В процессе подготовки к IPO это условие обычно служит предметом весьма интенсивных переговоров с андеррайтинговыми инвестиционными банками, которые заинтересованы в повышении привлекательности компании для инвестиционного сообщества.

\* *Piggyback registration* — регистрация «на чужой спине», «на закорках»: размещение новых акций компании вместе с крупными партиями старых акций, принадлежащих частным инвесторам; комбинация публичного размещения новых акций и частного предложения существующих акций (США). — *Прим. ред.*

Весьма желательно внести общие положения в отношении этого вопроса в соглашение между акционерами. Вы едва ли заинтересованы в том, чтобы венчурный капиталист, обладающей 25%-ной долей в вашей компании, в последнюю минуту отказался от блокировки. Например, можно указать, что инвестор соглашается на блокировку продолжительностью в 180 дней. Период блокировки для основателей и менеджеров должен занимать, по меньшей мере, такой же временной отрезок. На практике основатели и менеджеры обычно имеют период блокировки, равный одному году.

## Права на передачу

### *Преимущественное право на покупку*

Преимущественное право на покупку (pre-emption) означает для его обладателя предпочтение при покупке акций и бывает двух видов. Преимущественное право на покупку при эмиссии (pre-emption on issue) дает возможность акционерам подписываться на акции нового выпуска, принятого компанией, так, чтобы не пострадать от разбавления (в Великобритании это право имеет силу закона). Преимущественное право на покупку при передаче (pre-emption on transfer) предоставляет существующим акционерам первоочередную возможность приобретать акции у пайщиков, отказывающихся от участия в бизнесе. Очевидно, что это право призвано предотвращать передачу акций недружественной или «неудобной» стороне (на практике оно используется редко).

Существуют две формы преимущественного права на покупку при передаче — право первого отказа (right of first refusal) и право первого предложения (right of first offer).

В первом случае пайщик, продающий акции, должен предоставить остальным акционерам возможность обеспечить выполнение условий, предлагаемых пайщику третьей стороной (первоначально это делается пропорционально размеру той доли, которой они владеют). Вторая форма предполагает, что пайщик, желающий продать акции, должен сначала обратиться с этим предложением к существующим акционерам и дать им возможность выдвинуть свои условия (до того, как это сделает третья сторона). О какой бы форме ни шла речь, вряд ли на переговорах стоит ломать копыя из-за этого условия. Хотя чем короче период, в течение которого другие акционеры могут воспользоваться преимущественными правами на покупку, тем лучше.

Существуют еще два права передачи: право большинства и право следования. Стоит напомнить, что преимущественное право на покупку при

передаче применяется до того, как в силу вступают право большинства и право следования.

## *Право большинства*

Право большинства (drag along) не позволяет мелким акционерам держать компанию у себя «в заложниках». Если венчурный капиталист решает распродать крупную корпорацию, то это условие позволяет ему прихватить с собой и остальных акционеров.

Рассмотрим внимательно механизм голосования. Предположим, что, согласно праву большинства, решение о продаже определенного класса акций требует одобрения 85% обладателей этих акций. Тогда, если один венчурный капиталист обладает 20% акций этого класса, то это, по сути, дает ему право вето, а следовательно — очередной козырь на переговорах. Один предприниматель заявляет: «Два наших инвестора обладают реальным правом вето, а это значит, что в случае продажи они пострадают от разбавления (в заключительной сделке) меньше, чем другие инвесторы. Они находят любые поводы не допускать этой сделки, заявляя, что мы и так органично растем и т. д. Однако в действительности, они просто выгадывают себе выигрышную позицию на переговорах».

## *Право следования*

Если, например, основатель продает свою долю в фирме Microsoft, то другие инвесторы, т. е. венчурные капиталисты, могут «последовать» за ним на тех же условиях. С точки зрения предпринимателя, условие, предусматривающее право следования (tag along), определяет, сколько акций ему позволено продать. Количество акций, которое могут продать акционеры с правом следования, определяется долей их участия в компании. Это накладывает ограничение на количество акций, которое может продать предприниматель. Нет смысла обсуждать это условие, нужно просто понимать механизм его действия.

## *Состав правления*

Большинство венчурных капиталистов весьма серьезно относится к своему участию в работе правления — как к важному шагу при установлении партнерства. Разумно было бы отдать два места менеджерам, два — инвесторам и одно — приглашенному со стороны директору. Ясно, что если имеются четыре директора-основателя, то будет мудрено реализовать

подобную структуру. Однако, в конце концов, вы должны решить, какой состав правления будет наилучшим для компании и максимально повысит стоимость ваших акций. Несомненно, места в правлении будут использоваться венчурными капиталистами для уравнивания своих миноритарных позиций. Инвестор позднего раунда финансирования может обладать только 18% компании и в то же время — 40% голосов в вашем правлении. Вам следует добиваться такого состава, который оставлял бы ваших финансовых инвесторов в меньшинстве. Если число членов правления — четное, то можно договориться о предоставлении независимому председателю права решающего голоса. Очевидно, что если рассматривать само по себе соотношение голосов, то положение компании не так уж благоприятно, однако о реальной расстановке сил в правлении можно догадаться по тону дискуссий.

Рассмотрим внимательно также права наблюдателей. «Наблюдатели, на самом деле, не являются таковыми, — заявляет один предприниматель. — Если, конечно, стены зала заседаний — не стеклянные. Как часто речь заходит о голосовании? Если уж вы обратились к голосованию, то это означает, что вы столкнулись с серьезными проблемами». Корпоративные инвесторы часто требуют предоставления прав наблюдателей. Подобный статус означает, что у них нет права голоса или, формально говоря, даже права на высказывания. Зачастую корпорации принимают на себя право наблюдателя в надежде избежать обязательств, связанных с работой в качестве директора. Впрочем, им не всегда это удается, и они нередко вынуждены выполнять функции теневого директора. Право участвовать в заседаниях правления означает неизбежное участие в важных дискуссиях и на практике может обеспечить им значительное влияние. Компания 3i, что необычно, стремится оставить за своими представителями статус наблюдателя, однако всегда пытается назначить директора (часто это не обладающий исполнительными функциями председатель), реально представляющего ее интересы. Главный инвестор также может потребовать предоставления ему права наблюдателя. Это дает ему возможность «проводить» на заседания правления собственных юристов или младших участников.

## Права согласия

Инвестор стремится, чтобы перечень вопросов, на которые распространялось бы его право вето, был бы как можно шире. Он хочет обеспечить себе рычаги влияния, позволяющие ему участвовать в принятии всех ключевых решений, даже если он не обладает большинством акций. Речь



идет о решениях, которые требуют согласия либо на уровне акционеров, либо на уровне правления. Наличие права вето обеспечивает механизм взаимодействия с инвесторами, не представленными в правлении. Менее щепетильные из них могут попытаться принудить компанию к реструктуризации, используя право вето на наем ключевых работников, покупку важного оборудования и т. д.

Права согласия (consent rights), скорее всего, будет охватывать: выпуск новых акций для формирования будущего фонда; выпуск новых опционов; изменения в бюджете; широкие изменения в бизнес-плане; уровни привлечения заемных средств; наем ведущих менеджеров; слияния и поглощения; продажу компании; IPO, а также различные условия, сопровождающие банкротство. Все зависит от того, какой степени влияния добивается венчурный капиталист. Естественно, венчурные капиталисты всегда твердят, что не собираются вмешиваться в каждодневные дела компании. Таким образом, права согласия вовсе не обременят компанию. Вам не потребуется спрашивать разрешение на покупку еще одной коробки скрепок для бумаги.

Очевидно, что эта область оставляет широкий простор для дебатов. Например, венчурный капиталист может установить максимальный объем займа, который можно брать без его одобрения, в размере 100 тыс. евро. Предприниматель же будет добиваться увеличения этой величины до 500 тыс. евро. Если речь идет о финансовой структуре с большим количеством инвесторов, то будет лучше, если права согласия охватят как можно меньше вопросов.

Имея дело с корпоративным инвестором, следует убедиться, что он не ввел в соглашение условия, запрещающие вам торговлю или партнерские отношения с его конкурентом.

Как и в случае с правом большинства, внимательно изучите процентные соотношения, определяющие право голоса. Вы должны знать, кто обладает правом вето, например, на привлечение нового фонда. При необходимости добивайтесь более выгодных условий путем проведения переговоров.

## Права на информацию

В этих условиях нет ничего мудреного. Как правило, они требуют отправки ежемесячных (не прошедших аудит) отчетов менеджмента, прошедших аудит годовых отчетов, годового бюджета и т. д. Убедитесь, что между вами и инвестором заключено соглашение о конфиденциальности. Некоторые инвесторы могут включить дополнительные требования, например, право

на ознакомление с письмом аудитора в компанию, посвященным прохождению аудита и обнаруженным в результате его проблемам, или право на изучение бухгалтерских книг компании в любое время. Если у вас много инвесторов, вам следует быть особенно осмотрительным. Например, некоторые группы «бизнес-ангелов» ставят одну подпись от лица всех членов, однако при этом вам, возможно, придется рассылать информацию множеству людей, разбросанных по всему миру, что, очевидно, было бы для вас нежелательным.

## Гарантии

Основатели, никогда не сталкивавшиеся с перечнями условий, как правило, чувствуют себя весьма неуютно, когда знакомятся с понятием гарантии. На первый взгляд это условие и вправду выглядит угрожающим. В то же время несложно понять и венчурных капиталистов — они всего лишь пытаются избежать финансирования банды мошенников. По их заверениям, они просто просят людей, которые знают данную компанию лучше, предоставить им достаточно серьезные гарантии того, что факты, сообщаемые предпринимателями, верны. Обладает ли компания какой-либо интеллектуальной собственностью? Нет ли какого-то особого класса акций, которые приведут к тому, что венчурный капиталист будет владеть всего лишь 2% акций, в то время как сам он будет думать, что владеет 20%.

Это еще одна сфера, в которой американский и европейский подходы различаются. В США гарантии предоставляет только компания, а в Европе этого ожидают от компании, основателей и директоров. (Предполагается, что так будет легче получить деньги с основателей.) Имея дело с технологической компанией, инвестор хочет быть уверен, что компания не нарушила чьей-то интеллектуальной собственности, что технология, которая в этой отрасли является решающим фактором, не скопирована или не украдена. Вопрос состоит в разумных границах. Лоуренс Холт, глава американского интернет-провайдера Quidnunc, заявляет, что одна группа инвесторов пыталась добиться от него гарантий на прогнозы компании. «Я ответил: “Но ведь это же *прогнозы*. Что, собственно, мы должны гарантировать?”»

Что касается финансовой информации, то, разумеется, трудно ожидать от начинающей компании содержательности, присущей отчетам стабильной компании. Абсурдно гарантировать бизнес-план начинающей компании — в конце концов, это не более чем набор прогнозов, необходимый компании для получения финансирования. Одна компания потеряла

крупного клиента вскоре после заключения сделки с венчурным капиталистом. Предполагала ли она такое развитие событий в ходе подписания соглашения? «Нет, — отвечает предприниматель, — мы не могли этого знать. Но у нас были бы серьезные неприятности, если бы мы пошли на гарантии, которых требовал от нас венчурный капиталист».

## Невыполнение гарантий

Невыполнение гарантии влечет за собой либо компенсацию, либо выплату контрактного ущерба. Предположим, вы дали гарантию, что компания не пойдет ни на какую тяжбу. И все же, вы подали иск на 100 тыс. евро. В случае если между вами и инвестором заключено соглашение о компенсации, вам придется сократить стоимость компании на 100 тыс. долл. и возместить ущерб инвестору. Если же вы обязались оплатить контрактный ущерб, то вы не платите ничего, если вам удалось доказать, что акционеры не понесли убытков. Следует установить пределы ваших обязательств на случай нарушения гарантии. При расчетах за основу можно взять, например, мультипликатор заработной платы — скажем, заработную плату за 18 месяцев. Иногда инвесторы настаивают на более жестких условиях. Один адвокат рассказывал о бывшем консультанте в области менеджмента. В период бума он собирался привлечь 15 млн долл. у одного инвестора. При этом тот настаивал, чтобы размер гарантии составлял все 15 млн, что было полным абсурдом. В более поздних раундах финансирования, в которых основатели участия не принимают, гарантию будет давать скорее компания, чем новый исполнительный директор. И здесь размер гарантии может достигать инвестированной суммы.

Альтернативным способом возмещения потерь за невыполнение гарантии, помимо мультипликатора заработной платы, может быть получение инвестором дополнительных акций, которые возвращают его в то положение, в котором он был бы, если бы гарантии не были нарушены. Если, с точки зрения инвестора, оценка предварительной стоимости компании после нарушения гарантий составляет только 10 млн долл. вместо прежних 15 млн, при которых он вложил свои 5 млн долл., то ему причитаются 33% компании, чтобы избежать разбавления его 5 млн долл.

Следует избегать коллективных и множественных гарантий. «Если мой соучредитель врет, я не хочу отвечать за это. Мы не братья, поклявшиеся на крови в вечной дружбе». Если инвестор предлагает ввести нелепые гарантии, деликатно напомните ему, что между сторонами должно существовать доверие.

## Наделение правами

С точки зрения основателя, вопросы наделения правами (vesting) являются, вероятно, одной из самых эмоциональных частей обсуждения. Это *его* компания, и, несмотря на это, после заключения сделки он обнаруживает, что его собственные акции ему не принадлежат. Теперь его права являются объектом так называемого «возвращения прав» (reverse vesting). С точки зрения венчурного капиталиста, это условие необходимо для обеспечения контроля над основателем или основателями.

Европейский подход, предполагающий «возвращение прав», противоположен американскому. В Америке предприниматели зарабатывают право держать свои акции в соответствии с режимом наделения правами (vesting schedule). Обычно они получают четверть акций через год, а остаток переходит им ежемесячно — равными порциями на протяжении последующих трех лет. Таким образом, если вы оставляете дело через четыре года, то вы, как правило, сохраняете за собой свои акции, поскольку вы их заработали. В Европе вы владеете акциями, однако теряете их, если покидаете компанию. Когда вы уходите через год, то теряете 75%, через два года — 50% и т. д. Европейский подход опять же является результатом господствующего на континенте «выкупного умонастроения». В ходе выкупа агентство прямого инвестирования весьма активно поддерживает менеджмент. В конце концов, операция называется «выкуп компании менеджментом», поэтому было бы довольно странно, если бы команда менеджеров вышла из дела. Установка при «возвращении прав» аналогична: если покидаете компанию, то вы теряете акции. Такой подход, очевидно, является абсурдным применительно к технологической компании, где основатель или основатели могут свободно менять место своей работы, хотя, возможно, и с одобрения венчурного капиталиста. Сегодня применяют более тонкое разграничение, выделяя «правильный уход» (good leaver) и «неправильный уход» (bad leaver). Очевидно, в случае правильного ухода предпринимателю достаются его акции, в случае неправильного — нет.

В каких же случаях уход считается «правильным»? В отрасли ходит шуточный ответ: «Когда тебя выносят ногами вперед». Однако вам следует убедиться, что уход будет считаться правильным всегда, за исключением тех случаев, когда вас уволили за дело: воровство, мошенничество и подобные поступки. Здесь возникает следующий вопрос: сохранятся ли за вами акции, если вы решите уйти через четыре года (как они практически всегда сохраняются в США), или вам все же придется продать их компании — по цене, равной справедливой стоимости или издержкам (в зависимости от того, что выше), если вы совершили «правильный уход», и по наименьшей из этих цен, если вы являетесь виновником «неправильного ухода» (несо-

мненно, «справедливая рыночная стоимость» является довольно шатким понятием).

Кроме того, здесь могут быть всякого рода различия. Мне попадались просто драконовские условия. Например, в примечании к одному перечню условий «правильный уход» определялся как уход вследствие «смерти, болезни, выхода на пенсию или ошибочного увольнения». А к «неправильным уходам» причислялись все остальные случаи, включая несправедливые увольнения. В значительной степени, это вопрос переговоров. Убедитесь, что определение «правильного ухода» включает ситуации, когда венчурный капиталист решает заменить вас на посту главы компании.

Если компания продается еще до того, как вы получили права на все ваши акции, возможно частичное «ускоренное наделение правами». В этом случае основатель получает бо́льшую часть своих акций назад. Однако венчурный капиталист, скорее всего, будет сопротивляться полному наделению правами. Он будет аргументировать это тем, что компания, основатель которой покинул ее, может оказаться менее привлекательной для потенциального покупателя, который может быть заинтересован в том, чтобы основатель оставался в компании (конечно, если он продолжает ею управлять). Встречаются и противоположные ситуации. Один венчурный капиталист рассказал историю о начинающей медицинской компании. Двумя ее основателями были серийный предприниматель, имевший успешный опыт работы с венчурным капиталом, и ценный специалист из крупной фармацевтической компании. Через шесть месяцев после проведения инвестиции один из них зашел к инвестору и заявил, что терпеть не может второго основателя компании. Последний через некоторое время посетовал на то же обстоятельство. Одного из них надо было увольнять. Однако инвестор потратил шесть месяцев на юридические разбирательства. Уволенный основатель вполне убедительно доказывал, что «неправильные ухода» не включают ситуацию ссоры между основателями. Таким образом, пришлось посчитать его уход «правильным» и оставить за ним половину компании (которая вскоре разорилась).

## Пул опционов

Перечень условий должен предусматривать соглашение по вопросу размера пула опционов для работников компании, т.е. долю собственного капитала, выделенную под новые опционы для существующих и будущих работников. Размер пула может колебаться от 15 до 30%. Пул опционов влияет на оценку, поэтому необходимо договориться по этому поводу до совершения инвестиции. С точки зрения предпринимателей, оценка пред-

варительной стоимости совершенно исключает пул опционов, особенно на ранних раундах финансирования. Они полагают, что нелогично разбавлять долю участия существующих акционеров, создавая пул опционов, хотя, разумеется, он и важен для развития компании (поскольку помогает привлечь новых специалистов).

## Промежуточные цели

При помощи промежуточных целей (milestones) инвестиция разделяется на этапы (транши) — с этим связан свой набор условий, который в эпоху бума почти вышел из употребления. Интерес к нему возродился лишь позже, когда жадность и страх перевесили. Венчурные капиталисты воспринимают промежуточные цели отчасти как важный инструмент управления риском (это наделяет их большим влиянием и снижает риск), а отчасти — как средство, способствующее концентрации усилий команды. Обращаться с этим инструментом нужно весьма осторожно, поскольку его применение может легко привести к конфронтации сторон.

Промежуточные цели бывают разных видов, однако все они, по сути, служат для измерения успехов в сфере технологии и/или торговли. Промежуточные цели могут варьироваться от проведения бета-испытания продукта до замены основателя профессиональным исполнительным директором. Значительное затруднение состоит в том, что технологические компании, подобно Протею, являются весьма изменчивыми созданиями, причем темпы перемен так стремительны, что не так-то просто установить разумные промежуточные цели. Более того, существует опасность, что компания будет полностью посвящать свою деятельность достижению установленных промежуточных целей, например привлечению одного конкретного клиента, вместо того, чтобы предпринимать все необходимое в данный момент для строительства эффективной компании. Чтобы добиться жестко установленной промежуточной цели, компании может понадобиться нанять еще трех старших менеджеров по торговле. При этом ее расходы должны будут превысить целевую выручку, а это только увеличит убытки компании.

Кроме того, промежуточные цели настраивают предпринимателей и венчурных капиталистов друг против друга. Если в правлении существуют разногласия по поводу стратегии достижения промежуточных целей, то это обернется проблемами как для инвесторов, так и для команды. Если промежуточные цели не достигнуты, инвесторы будут использовать свое внимание, чтобы урезать уровень «сжигания денег» и добиться пересмотра условий и/или оценки. В худшем случае они откажутся от перечисления

следующих траншей. Обсуждению промежуточных целей уделяется много внимания на переговорах. Хорошо подумайте об их достижимости. Умерьте свой естественный оптимизм. Поразмыслите о том, что может произойти в случае поправок в бизнес-плане, которые могут привести к тому, что прежние промежуточные цели потеряют смысл. Убедитесь, что цели ясно выражены и их нельзя истолковать двояко. Одна начинающая компания достигла целевой выручки. «Да, — сказал венчурный капиталист, — вы достигли промежуточной цели, но не так, как мы хотели». Иными словами, общий объем продаж был вполне удовлетворительным, однако венчурного капиталиста не устроило количество клиентов. Если промежуточные цели «привязаны» к прибыли, то это, очевидно, создает самое широкое поле для разногласий, учитывая возможные расхождения с точки зрения способов бухгалтерского учета.

В то же время чем более развита компания, тем большей уверенности в реализации своих планов вправе ожидать от предпринимателя венчурный капиталист. Если вы чересчур рьяно противитесь любым формам промежуточных целей, то венчурный капиталист имеет все основания насторожиться.

## Предварительные условия

Предварительные условия (*conditions precedent*) определяют промежуточные цели, которых необходимо достичь для заключения сделки — на этапе между подписанием перечня условий и совершением инвестиции. Они всегда включают удовлетворительные, с точки зрения венчурного капиталиста, результаты процедуры «дью дилидженс». Среди других возможных условий — снижение издержек, например, посредством сокращения штата. В худшем случае они могут оказаться столь обременительными (например, предполагать привлечение очень крупного клиента), что список условий окажется практически бессмысленным.

## Конфиденциальность/исключительность

В то время как большая часть пунктов перечня условий не является обязательной для исполнения, существуют два основных условия, которые имеют обязательный характер. Во-первых, речь идет о конфиденциальности: обе стороны договариваются держать в тайне сам факт переговоров, а также любые сведения, полученные в их ходе. Вторым таким пунктом является исключительность (эксклюзивность). Подписав перечень условий, вы обязуетесь не вступать в переговоры с другими венчурными капиталистами

в течение определенного периода. В США предприниматель редко идет на исключительность. В Европе инвесторы традиционно требуют, чтобы этот период составлял 30 дней и более. Максимум, на что может согласиться американская компания, это условие «не искать более выгодного предложения» («no shop around»), т. е. она обязуется не использовать подписанный перечень условий для привлечения *дополнительного* интереса к себе. Однако это не может остановить ее переговоры с другими венчурными капиталистами, которые уже были заинтересованы.

Разумеется, венчурный капиталист заинтересован в том, чтобы период, в течение которого действует условие исключительности, длился как можно дольше, поскольку компания не сможет вести переговоры с другими фирмами. Иногда компании вынуждены подписывать подобные условия, поскольку весьма нуждаются в деньгах и не имеют времени на поиск других венчурных капиталистов. В любом случае все зависит от переговоров. Если вас вынуждают подписать условие исключительности, то, по крайней мере, вы можете разбить срок его действия на несколько периодов: например, 15 дней — на юридическую процедуру «дью дилидженс», 15 дней — на бухгалтерскую процедуру «дью дилидженс» и т. д. Таким образом, вы сможете всякий раз продлевать срок действия этого условия, а не распространять его на весь период.

## Вознаграждение

Многие венчурные капиталисты получают весьма солидное вознаграждение за управление фондами, однако предоставленные им средства используются по большей части на зарплаты и аренду помещений. Отсюда возникает привычка перекладывать на компанию всевозможные расходы, включая расходы на процедуру «дью дилидженс» и т. д. Вам следует позаботиться о введении ограничений на юридические расходы и расходы, связанные с процедурой «дью дилидженс». Ясно определитесь, кто должен платить, если компания откажется от инвестиции. Они должны сами оплатить расходы на процедуру «дью дилидженс» и на юристов, если решат воздержаться от сделки.

Некоторые венчурные капиталисты требуют от компаний оплаты своих представителей в правлении. Компания 3i имеет неприглядную привычку перекладывать на компанию расходы на директора, не обладающего исполнительными функциями, которого она сама же и назначает. Многие венчурные фирмы практикуют подобные методы, хотя стоит одной фирме в синдикате пойти на это, как все остальные его участники также последуют ее примеру. Можно попытаться настоять на том, чтобы часть вознаграж-



дения была представлена опционами. Некоторые европейские венчурные капиталисты также требуют вознаграждения за проведение транзакции, что опять же отражает их «выкупную ментальность» и едва ли является оправданным подходом.

## Ссылки

Обе эти книги адресованы американским предпринимателям, однако они могут быть полезными всем, кто интересуется данной тематикой.

### **«Перечни условий и оценка»**

[www.aspatore.com](http://www.aspatore.com)

Взгляд специалиста на сложные вопросы, связанные с перечнями условий и оценкой (Alex Wilmerding, Term sheet and Valuations, Aspatore Books Inc. 2001)

**«Справочник предпринимателя по законодательству в области бизнеса»**  
(Constance E. Bagley and Craig E. Dauchy, The Entrepreneur's Guide to Business Law., West Educational Publishing Company)

[www.westbuslaw.com](http://www.westbuslaw.com)

## Переговоры

Живи со мной и будь моей любовью,  
И мы услад невиданных вкусим.

Джон Донн

В ПРОЦЕССЕ ПЕРЕГОВОРОВ предприниматель и венчурный капиталист закладывают фундамент отношений, которые продлятся 7–8 лет. Важно отнестись к этому процессу правильно и не торопить события. Убедитесь, что вы ладите со своим инвестором. Не пытайтесь вести переговоры на первой же встрече. Следует хотя бы приблизительно определить, к какому типу принадлежит ваш инвестор, и корректировать свое поведение соответствующим образом. Предприниматели, которые достигли успеха в привлечении средств, сразу относили человека или людей, с которыми им предстояло совершать сделку, к определенным категориям и давали четкую и беспристрастную характеристику, а затем корректировали свое поведение в соответствии со своими ожиданиями по поводу способов строительства нового траста. Разнообразие венчурных капиталистов весьма велико. Может быть, ваш инвестор обожает всевозможные таблицы? В таком случае засыпьте его бесконечными расчетами в Excel. Он ненавидит рисковать? Тогда продемонстрируйте ему, что вы предусмотрели самые худшие сценарии. Вы должны предстать перед ним в роли «прижимистого типа», помешанного на управлении денежными средствами. Иногда попадаются жесткие переговорщики, стремящиеся использовать любую ошибку противоположной стороны и занять более выгодную позицию. Несомненно, такое поведение неизбежно вызывает соответ-

ствующую реакцию «на другом конце стола». Нужно помнить, что такой человек, вероятно, придает огромное значение ощущению превосходства. В целом, более опытные венчурные капиталисты менее склонны превращать переговоры в поле битвы. Как это ни покажется странным, климат инвестиционных сделок в Европе куда менее дружелюбен, чем в США, в том числе сделок с участием юристов. «Здесь постоянно ощущаешь, что люди пытаются протолкнуть в соглашения не совсем порядочные условия, — утверждает один английский юрист. В США куда более справедливые и открытые правила игры».

Предприниматели с самого начала находятся в неравных условиях. Не так уж часто в бизнесе встречается подобный дисбаланс. Вполне вероятно, что вы обсуждаете соглашение между акционерами в первый раз. Венчурный же капиталист пережил множество разнообразных ситуаций. Предприниматели могут несколько выровнять положение, собрав как можно больше информации о венчурном капиталисте (*см. далее в этом разделе об обмене информацией между генеральными директорами портфельных компаний*). В то же время стоит заметить, что венчурные капиталисты также находятся в несколько необычных условиях, поскольку им нередко приходится играть различные роли. Сначала вы представляете ему свою идею. Если уж он согласился на сделку, то он целиком и полностью встанет на вашу сторону, с энтузиазмом рассказывая о вашем проекте своим скептически настроенным партнерам. Затем он возвращается за стол переговоров, пытаясь отвоевать у вас самые выгодные условия для себя и своих партнеров. Когда все идет хорошо и подписание сделки произошло, он приступает к организации товарищества для строительства компании. Если вы попытаетесь представить себя на его месте, это поможет вам правильно интерпретировать его позицию в ходе переговоров.

Не так-то просто найти правильный баланс между ведением эффективных переговоров и построением доверительных отношений. Нейл Раймер, главный партнер фирмы Index Ventures, базирующейся в Женеве, уверяет, что ожидает от команд, которые он финансирует, твердой позиции при переговорах: «Мы рассчитываем на это, поскольку это означает, что они умеют отстаивать свои интересы на переговорах с клиентами, поставщиками, потенциальными инвесторами и т. д. В то же время твердость следует отличать от непреклонности, опрометчивости или равнодушия. Это поднимает вопрос о доверии. Необходимо, чтобы все стороны были удовлетворены итогами сделки. Важно ощущение, что риск справедливо разделен и что каждый находит в сделке собственную выгоду».

Лоуренс Холл, глава технологической консультационной компании Quidnunc, согласен с этим: «Обсуждению условий уделяется очень много внимания. Однако хороший венчурный капиталист с уважением отнесется к твердой позиции команды. Заявите, что эффективное управление компанией — в ваших общих интересах. Если что-то способствует принятию правильных решений, нелепо противиться этому. Венчурные капиталисты воспримут вашу установку как признак сильной команды».

Венчурное сообщество в Европе пока не слишком зрелое. Один венчурный капиталист вспоминает, что всего несколько лет назад большая часть времени на переговорах уходила на «обучение» предпринимателей. Другими словами, им приходилось с самых азов осваивать «черную магию храпового эффекта» и пытаться разобраться в таких основных понятиях, как защита от разбавления, преимущественные права при ликвидации и т. д. И все же учиться этой «черной магии» лучше не у венчурных капиталистов, а у коллег-предпринимателей, которые уже имели опыт привлечения средств. Так, в кембриджском клубе Full Moon основатели и менеджеры, работающие в сфере высоких технологий и биотехнологий, могут общаться и обмениваться опытом. С этой точки зрения переговоры по поводу продажи доли в вашей компании напоминают покупку дома в Великобритании. Вам необходимо знать соответствующие методы работы, приемлемые для каждой стадии цикла (в случае с покупкой дома в Великобритании вы можете обсудить нужную информацию на званых обедах с их невероятной скукой).

Точно так же основатели и генеральные директора многое могут узнать у своих коллег о состоянии рынка финансирования. Очевидно, что в течение цикла происходят значительные перемены в балансе сил между предпринимателями и венчурными капиталистами. Причем иногда — это вопрос лишь нескольких месяцев. Период, когда венчурные капиталисты, расталкивая друг друга локтями, устремлялись к новым сделкам, давно прошел, и нынешняя обстановка не слишком способствует венчурной деятельности. Выясните как можно больше о репутации конкретных фирм. Может быть, фирма склонна рисковать или переплачивать? Один генеральный директор с хорошими связями рассказывал мне, что в период спада начинающие компании стали намного более открытыми по отношению друг к другу. Теперь они, не стесняясь, совместно обсуждают такие вопросы, как пулы опционов и детали своих переговоров с венчурными капиталистами. Напротив, когда рынок на подъеме, конкуренция растет и фирмы с меньшей охотой рассказывают что-нибудь полезное об оценках и уязвимых условиях.

## Рычаги влияния

Выше мы уже говорили о дисбалансе между предпринимателями и венчурными капиталистами. В этой связи полезно выявить основные рычаги влияния, которыми все же располагают предприниматели, чтобы помочь им работать лучше.

### Время

Время никогда не находится на вашей стороне. Чем ближе момент, когда средства совсем иссякнут, тем слабее ваша позиция. Старайтесь приступать к работе как можно раньше. В период спада венчурную отрасль охватывает паралич. Сделки растягиваются на месяцы. Инвесторы стараются выиграть время, а предпринимателям остается надеяться на более благоприятные условия. В действительности же, все становится только хуже.

Если ваши средства на исходе, менее щепетильные венчурные капиталисты постараются использовать вашу отчаянную ситуацию. Оценки будут неумолимо понижаться, а изменения в структуре капитала превратят собственный капитал в заемный.

### Конкуренция

Венчурный капиталист быстро «пронюхает», нуждается ли ваша компания в денежных средствах или же у вас припрятаны предложения от его конкурентов. Таким образом, в ваших интересах иметь в своем распоряжении перечни условий от нескольких венчурных фирм. В условиях, когда финансирования не так-то просто добиться, это дало бы в ваши руки лишнюю козырную карту. Европейскому предпринимателю пришлось бы немало постараться для достижения этой цели, поскольку венчурное сообщество Европы попросту невелико и меньше подвержено конкуренции, чем американское. В то же время стадная психология венчурных капиталистов вызовет своеобразную цепную реакцию, т. е. одни перечни условий будут порождать другие. Даже в самой неблагоприятной среде существуют «горячие» сделки. Кроме того, дополнительный перечень условий в вашем распоряжении не является единственным средством для разжигания соперничества между венчурными капиталистами. На «медвежьем рынке» венчурное финансирование частенько получают компании, которые не нуждаются в средствах или, по крайней мере, создают иллюзию благополучного финансового положения. Хорошо подумайте и о других воз-

возможностях. Прежде всего, о том, чтобы строить компанию, не прибегая к внешнему финансированию.

## Не бойтесь отвергать чрезмерно жесткие условия

Помните, что разумные венчурные капиталисты осознают, что не в их интересах чересчур перегибать палку с карательными санкциями, ведь в конце концов это окажет обескураживающее воздействие на менеджеров. Кроме того, чем более суровой оказывается рыночная среда, тем важнее это понимать.

## Будьте готовы уйти

В ходе любых переговоров ваша готовность отказаться от их продолжения и удалиться ставит вас в куда более выгодное положение (см. раздел «Конкуренция»).

## Стиль переговоров

Стили ведения переговоров в значительной степени индивидуальны, и было бы неблагодарным давать здесь обязательные рекомендации. Однако будьте готовы к уловкам, к которым зачастую прибегают венчурные капиталисты. Не так уж редко они устраивают представления, напоминающие игры в «хорошего полицейского» и «плохого полицейского». При этом, «плохой» в весьма жесткой манере пытается навязать те или иные условия или требует проведения более тщательной процедуры «дью дилидженс», а «хороший» старается установить мир и заявляет, что мог бы утихомирить своего партнера, если бы оценка была снижена еще на полмиллиона. Кроме того, многие венчурные капиталисты прячутся за спинами юристов и пытаются играть роль крайне неприступных особ. Не позволяйте им так обращаться с собой. Вам следует иметь дело напрямую с самим венчурным капиталистом.

Иногда венчурным капиталистам не удается столь самоуверенно владеть ситуацией. Молодым — вследствие своей неопытности или высокомерия, а остальным — вследствие давления со стороны побочных обстоятельств (например, если дела с остальными инвестициями идут неважно). «В ходе переговоров люди чересчур склонны искать скрытый смысл в действиях противоположной стороны, — заявляет один высокопоставленный венчурный капиталист. — Когда назначается встреча: утром

или вечером? Не опоздал ли венчурный капиталист? Любой поданный вами сигнал важен. Мы хотим, чтобы нас воспринимали как открытых и дружелюбных людей. Впрочем, это не всегда хорошо получается у наших юных коллег».

Ключевым моментом для достижения успеха переговоров является выбор времени — когда начинать обсуждать ту или иную тему, в частности, вопрос об оценке. Как и при любых сложных торговых переговорах — касается ли это больших партий оборудования, программного обеспечения для предприятий или консалтинговых услуг — очевидно, что цену следует устанавливать в правильном контексте. Венчурные инвесторы поднимают вопрос об оценке еще на самом раннем этапе. В период спада они заинтересованы в том, чтобы как можно раньше умерить притязания предпринимателей в этом отношении. Вы же, в свою очередь, должны отвоевывать себе как можно более выигрышную позицию. Здесь все зависит от вашего умения «обольщать».

Пока вы внимательно не изучите предлагаемые условия, не следует переходить к серьезному обсуждению, как бы ни торопил вас венчурный капиталист. В отличие от обычной торговли, реакция аудитории будет склоняться к одной из двух противоположных позиций. В большинстве случаев венчурный капиталист будет либо весьма взбудоражен открывающимися возможностями, либо не проявит почти никакой заинтересованности (причем в последнем случае, как мы уже говорили, он вряд ли прямо скажет «нет»). В каком-то смысле это облегчает дело. Самый благоприятный момент для начала переговоров наступает, когда венчурный капиталист сам начинает вам «продавать» свои предложения. Это означает, что стороны нашли общую почву для обсуждения и испытывают взаимное притяжение.

Ален Фолис вовсе не был избалован обилием присланных перечней условий. Однако, когда он приступил к переговорам с венчурным капиталистом, который в конце концов стал его ведущим инвестором, он уже вел дискуссии с одной швейцарской фирмой, которая уже проводила предварительную процедуру «дью дилидженс» его проекта. На это-то и клюнул ведущий венчурный капиталист. «Они были в курсе, что у меня есть пара альтернативных предложений, хотя, естественно, не знали подробностей, — объясняет Фолис. — Партнер венчурной фирмы старался быть осмотрительным, “продавая” себя и свою фирму. Он проявлял сочувствие. Подчеркивал, что знает и понимает сферу услуг и что его интересы не ограничиваются начинающими технологическими компаниями». Фолису подобный подход показался особенно свежим после череды встреч с венчурными капиталистами, помешанными на последнем модном по-

ветрии, а именно нанотехнологии. Кроме того, венчурная фирма предложила аванс в 500 тыс. фунтов — по сути, промежуточный кредит (bridge loan) — на случай, если переговоры затянутся и фирма Фолиса окажется парализованной. Как правило, промежуточный кредит предоставляется существующими инвесторами, и они требуют, чтобы его можно было обратить в собственный капитал (обычно по цене за акцию очередного раунда). «Это произвело на меня весьма благоприятное впечатление. Они могли получить еще пару процентов при участии в собственном капитале», — утверждает Фолис.

Лишь в исключительных случаях переговоры идут как по маслу. Леннарт Рамберг собирал средства для шведской фирмы Altitun\* на здоровом рынке 1998 г. Партнер венчурной фирмы вдвоем со своим коллегой, новопеченным аналитиком из бизнес-школы, представлял проект с помощью таблиц в Excel, в которых были подробно распланированы денежные потоки на годы вперед. А между тем, речь шла о компании, не заработавшей пока ни кроны. Тогда партнер заявлял: «Мы полагаем, что оценка предварительной стоимости составляет 20 млн шведских крон. Нам нравится эта кругленькая сумма».

«Ну а мы просим 40 млн крон, — отвечал Рамберг, — ведь это тоже кругленькая сумма». Венчурная фирма пошла на компромисс, но с условием, что ее вклад составит 31 млн шведских крон. Теперь Рамберг признается, что все эти оценки были не слишком обоснованны. «На следующий день мы согласились на предлагаемые условия по телефону».

Этот пример является исключением даже для растущего рынка. Джузеппе Зокко, генеральный партнер Index Ventures, полагает, что в целом дебаты по поводу оценки в Европе проходят сложнее, чем в США. «Это звучит примерно так: “Знаете, моя компания стоит  $x$ , поскольку мой зять привлек  $x$  денег при предварительной оценке стоимости, равной  $y$ , и сказал мне не соглашаться на меньшее”. Чрезвычайно сложно привести основателей в чувство, поскольку они убеждены в своей правоте». Венчурные капиталисты, несомненно, блюдут свои интересы, но и предпринимателям необходимо быть более реалистичными в своих оценках. Компания, пока не получающая доходов или имеющая очень низкие доходы, стоит ровно столько, сколько за нее готовы заплатить. Других критериев *нет*. Разумеется, если рынок переживает рост и вам повезло, то вам удастся добиться куда более высокой оценки. Однако и в неблагоприятных рыночных условиях можно заключить выгодную сделку, если у вас есть привлека-

\* Шведская фирма, занимающаяся лазерными технологиями. Была учреждена в 1997 г. Леннарт Рамберг является ее исполнительным директором. В 2000 г. фирма была приобретена компанией ADC Telecommunications Inc. за 827 млн долл. — Прим. пер.



тельная компания, вы правильно себя ведете и реалистично оцениваете ситуацию. Кроме того, следует собирать как можно больше информации о сделках, связанных со сходными компаниями, и быть в курсе оценок, назначаемых в ходе отраслевых продаж компаний и IPO в вашем секторе и в смежных секторах.

Требуется немалое мастерство, чтобы разжигать соперничество между венчурными капиталистами и в то же время не вызывать у них раздражения. В период бума перечни условий поступают с пулеметной скоростью, и начинающие компании купаются в море самых заманчивых посулов. В этих условиях нужно следить за тем, чтобы гарантийные письма, содержащие предложения, были как можно более детальными, поскольку только в этом случае у вас появятся критерии для их сравнения. Для этого необходимо учитывать не только оценки, но и сами условия. Особенности преимущественных прав при ликвидации или условие принудительного выхода могут сделать предложение менее выгодным даже при более высокой оценке. Нельзя сказать, чтобы все это сознавали. Каждый был нацелен на раздувание оценки и быстрое заключение сделки, мечтая о скором росте.

В более спокойные времена венчурных капиталистов раздражает ощущение, что их втягивают в аукцион. Английская компания Pond Ventures, занимающаяся инвестициями на ранних стадиях, известна своей готовностью помогать финансируемым ею компаниям. И все же она старается быть выше любых торгов. «Если предприниматель говорит, что у него есть еще два перечня условий, и приглашает нас выдвинуть свои предложения, мы не станем этого делать. Наша позиция состоит в том, что предпринимателю просто нужны наши деньги, и мы не станем производить инвестицию», — заявляет один из основателей Pond Чарльз Ирвинг.

И все же желательно иметь как можно больше альтернатив. Молодые люди предпочитают девушек, которым часто назначаются свидания. В венчурном бизнесе сходная ситуация. Однако не торопитесь стремительно «поднимать молоток» — лучше обдумайте более тонкие подходы, например, лезть. Рассказывайте инвестору, что у вас есть и другие предложения, однако вы хотите, чтобы именно он производил финансирование, поскольку он обладает самой разветвленной сетью. Очевидно, что можно обратиться к перечню условий одной фирмы, если вы собираетесь строить синдикат с участием данного инвестора.

Остерегайтесь прибегать к блефу, создавая впечатление повышенного интереса к себе со стороны других инвесторов. Если вы утверждаете, что располагаете еще одним перечнем, и вас ловят на лжи, то доверие к вам резко

падает. Весной 2002 г. Стюарт Эванс из компании Plastic Logic, располагающейся в Кембридже, заключал сделку, которая, несмотря на «медвежьи настроения» на рынке, была «горячей». Он объясняет: «Ценой распоряжаются рыночные силы. Для этого даже не требуется аукциона. Цена все равно будет стремиться к естественному уровню. На прошлом, «семенном», раунде финансирования нам был обеспечен 70%-ный рост, однако, надеюсь, остались кое-какие заделы. Мне бы не хотелось, чтобы ведущий инвестор (из Германии) ощущал, что им попросту злоупотребили». Он советовал, что если уж у вас есть такая роскошь, как выбор, то не гонитесь за самой высокой ценой, а уделяйте больше внимания качеству инвестора.

## Сделка без изъянов

Как подчеркивалось в главе 13, целью любых переговоров является компромисс между оценкой, качеством инвестора и условиями. Если вас заботит, насколько вы пострадаете от разбавления своей доли, когда ваша компания будет стоить «сотни миллионов долларов», на секунду отвлекитесь от этих мыслей. Лучше подумайте о том, сколько получите вы и ваша команда в случае, если компания будет продана за скромную сумму и в действие вступят преимущественные права при ликвидации.

Некоторые венчурные капиталисты склонны начинать переговоры с обсуждения оценки, и лишь в последнюю очередь они уделяют внимание условиям. Остерегайтесь фирм, которые ссылаются на свои «стандартные условия». Как правило, речь идет о карательных условиях, которые вновь «всплывут» лишь в соглашении между акционерами. К началу ознакомления с проектом перечня условий вам следует обсудить все неприятные моменты ваших отношений: преимущественные права при ликвидации, меры против разбавления и условия наделения правами. Как уже отмечалось, жесткие условия ведут к обременительным понижающим раундам и сложным дискуссиям по поводу слияния и приобретения. Чрезмерная сложность транзакции может привести в дальнейшем к разрыву отношений между предпринимателем и венчурным капиталистом. Когда дела идут неважно (а это неизбежно в случае начинающей компании), вы будете нужны друг другу. Если же одной из сторон кажется, что она была изначально обделена, обсуждение причин неудач станет только более острым.

Поэтому хороший предприниматель должен спросить инвестора, какая оценка была бы честной. Возможно, вам не понравится цифра, и все же это *оздоровит* сделку и заложит фундамент для истинного партнерства. Внимательно относитесь к необычным условиям, встречающимся в перечне

условий. Вполне возможно, они не таят в себе никакой угрозы, а отражают фирменный стиль компании. И все же посоветуйтесь с хорошим адвокатом по поводу степени их необычности и причин, по которым они вообще присутствуют в соглашении. Однако не стоит затрачивать слишком много усилий, пытаясь устранить из перечня неприятное условие. Таким образом, вы рискуете упустить из виду целостную картину.

## Как выйти победителем из переговоров?

Так что же является предметом переговоров? Марк Састер из BuildOnline формулирует дилемму: «Вы хотите устранить все обременительные условия, однако не знаете, какие именно. Тем не менее вас беспокоит, что, если вы будете чересчур настойчивы, сделка может сорваться». Любой предприниматель, добившийся справедливых условий, переживает особый триумф. Эвансу из Plastic Logic удалось договориться об отмене промежуточных целей. По его мнению, в списке условий было достаточно много положений, позволяющих подобную роскошь: «Естественно у нас *есть* промежуточные цели, которые мы установили сами для себя. А как иначе мы бы судили о своих достижениях? Однако мы доказывали, что неуместно вводить в инвестиционное соглашение промежуточные цели для столь юной компании».

В январе 2002 г. Фолис из OBE завершил переговоры, договорившись о предоставлении 7,7 млн долл. Инвесторы, представлявшие одну из ведущих британских венчурных фирм, а также венчурное отделение одной американской корпорации, согласились на преимущественные права при ликвидации с мультипликатором, равным единице (см. главу 13). При этом, прежние инвесторы («бизнес-ангелы») имели те же права, что и пришлые венчурные капиталисты: «Для нас было очевидно, чего мы не хотели. А не хотели мы, чтобы венчурные капиталисты могли претендовать на некую “гарантированную” доходность, — вспоминает Фолис. Это было совершенно не в наших интересах. К тому же это оставило бы с носом существующих инвесторов». Не попался он и в ловушку с возвращением прав на акции. «Мы не собирались соглашаться на возвращение прав. Мы создали эту компанию. Это — наши акции».

Нужно подчеркнуть, что подобные уступки со стороны венчурных капиталистов являются чем-то необычным. Так как же Фолис добился своего? По его словам, в первую очередь, это связано с тем, что существующие инвесторы («бизнес-ангелы») согласились взять на себя треть нового раунда финансирования. Из 30 акционеров только двое отказались от реинвестирования. «Я ненавижу выражение “баланс сил”, однако дискуссия

шла в здравом ключе именно благодаря балансу сил», — утверждает Фолис. «Весьма распространена ситуация, когда венчурные капиталисты выигрывают от сделки, предприниматель *не слишком* проигрывает, а “бизнес-ангелы” остаются ни с чем». Однако он настаивал на том, чтобы сделка не ударила по «бизнес-ангелам». Новые венчурные капиталисты хотели определенных преимуществ по сравнению с «бизнес-ангелами», поэтому он согласился на защиту от разбавления на основе средневзвешенной (см. главу 13). «Ни одно из условий не является однозначно плохим или хорошим, поэтому всегда можно пойти на обмен. Каждой стороне есть что уступить и на чем настоять», — замечает Фолис.

## Юридическая помощь

Используйте помощь своего юриста. Если он хороший специалист, то может вам выявить подводные камни, которые в данный момент могут быть незаметны для ваших глаз. Кроме того, он сможет указать текущую тенденцию, которая прослеживается в перечне условий. Однако всегда следует проявлять больше инициативы в этом отношении. Как уже упоминалось, любой юридический консультант одинаково комфортно чувствует себя по обеим сторонам стола. Вполне вероятно, что в прошлый раз он представлял интересы венчурного капиталиста. Возможно, его глаз слишком «замылился», и он не отличает вполне естественные условия от порочных. Настойчиво выпытывайте у него, какие положения соглашения могут быть использованы против вас.

Кроме того, не следует допускать, чтобы юристы, представляющие интересы двух сторон, договаривались о чем бы то ни было между собой. Исключением является лишь тот случай, когда речь идет о выборе суда для улаживания юридических вопросов. Лучше, если вы сами, без посредников, заявите своему будущему инвестору: «Не думаю, что мы сможем принять это условие».

## Подписание перечня условий

Так в какой момент происходит подписание перечня условий? Если вы пошли на условие исключительности (см. главу 13), значит, вы согласились воздержаться от переговоров с другими венчурными капиталистами. Кроме того, ваше согласие на это условие должно демонстрировать вашу удовлетворенность текущей сделкой, хотя естественно, это положение стороны ни к чему не обязывает. Важно вывести у венчурного капиталиста соотношение между количеством подписанных перечней условий и числом инвестици-

онных сделок. Фирма, которая подписала семь перечней условий и заключила девять инвестиционных соглашений, по-видимому, действительно заинтересована в инвестициях. «Мы очень серьезно относимся к условию исключительности, — заявляет один инвестор, — мы действительно вложим деньги, если не обнаружим никакого подлога. Если вы отказываетесь от продолжения отношений через месяц, это может нанести компании ущерб». Другой полюс представляет фирма, подписавшая 17 перечней условий и заключившая лишь два инвестиционных соглашения. Кроме того, венчурная фирма может подтвердить серьезность своих намерений, согласившись взять на себя расходы на процедуру «дью дилидженс» в случае отказа от инвестирования.

Кроме того, полезно выяснить механизм принятия решений в венчурной фирме. Это может показаться странным, но выдвижение перечня условий не означает, что хоть какое-нибудь решение было принято товариществом в целом или инвестиционным комитетом венчурной фирмы. Часто решение на таком высоком уровне принимается, только когда переговоры вступают в заключительную фазу. Один предприниматель пережил настоящий шок, выяснив, на каком позднем этапе инвестиционный комитет ставит свою подпись: «Нам никто не говорил, что инвестиционный комитет пока не участвует в переговорах. Однако в этом был и положительный момент. Комитет вступал в дело столь поздно, что все уже желали завершения сделки». Теперь стоит подробно обсудить, как именно принимаются решения.

## Решения, решения

В центре стола, расположенного в зале для заседаний правления лондонской венчурной фирмы Elderstreet, находится колесо рулетки. Возможно, это орудие принятия решений более уместно в венчурном бизнесе, чем портативные компьютеры, набитые таблицами. Майкл Джексон, основатель фирмы Elderstreet (который был инвестором на ранней стадии и директором фирмы Sage, специализирующейся на разработке программного обеспечения для бухгалтерского учета), считается в какой-то степени диссидентом и заслужил репутацию человека, умеющего говорить и «да», и «нет». Подобная способность несколько необычна в мире венчурного капитала. Его «нет» всегда обосновано (и это восхищает предпринимателей). Возможно, его техника ведения дел обязана его собственной предпринимательской деятельности при создании технологической фирмы Sage.

Венчурные фирмы различаются своими подходами к принятию решений, однако вы упростите себе задачу в ходе переговоров, если вам будут

известны механизмы принятия решений вашего потенциального инвестора. Здесь можно использовать несколько основных принципов. Как уже отмечалось, основным методом принятия решений для венчурного капиталиста является уклонение от решения. Венчурные капиталисты редко говорят «да», еще больше времени у них уходит на то, чтобы сказать «нет». Они весьма искусно могут поддерживать в вас надежду лишь для того, чтобы вы не перебежали от них к их конкурентам. Стоит вам показать первые признаки отчаяния, как в ход будут пущены новые уловки: «Нам нужно провести более тщательную процедуру “дью дилидженс”. Нужно переманить остальных членов товарищества на свою сторону. В данный момент мы собираем фонд» и т. д.

Процесс принятия решений несколько ускорится, если к сделке проявят интерес другие венчурные фирмы. Этот интерес становится особенно явным после того, как решение об инвестиции принято и деньги поступили в банк. Один генеральный директор рассказывает: «Неожиданно мы стали представлять куда больший интерес для других венчурных капиталистов. После подписания перечня условий люди почувствовали, что запахло чем-то “аппетитным”. Они звонят и теперь, когда инвестиционная сделка заключена. Они говорят: “Возможно, вам понадобится 20 или 30 млн долл. через 2–3 года”. Это довольно разумно с их стороны. С нашей же стороны глупо не поддерживать с ними связь».

Стили венчурных фирм сильно различаются. В книжке *«Электронные мальчики»* (Stross Eboys, 2001) описана манера поведения, весьма характерная для компании Benchmark: «доверие к собственному чутью», «рубить сплеча», «чувство братства». Фирмы Кремниевой долины вообще значительно различаются по манере своего поведения: от опоры на «шестое чувство» до строгого аналитического подхода. Некоторые компании объединяют анализ и инстинкт под одной крышей. Германн Хаузер и Энн Гловер, совместно основавшие Amadeus, представляют пример вполне эффективного «сотрудничества» двух подходов.

Вот что Энн говорит о Германне: «Германн невероятно силен на концептуальном уровне. Он представляет собой пример классического физика и под все пытается подвести логическую основу. Он невероятно требователен и не примет невнятных объяснений по поводу того, как работает та или иная вещь. Он уделяет значительное внимание архитектуре. Это связано с тем, что он многие годы возглавлял исследовательскую работу в Olivetti. Тем не менее он вполне может принять не очень внятные объяснения по поводу рынка. Эти качества Германна — просто замечательные. Я же буду действовать тогда на других уровнях, чтобы дополнить его».

А вот высказывание Германна об Энн: «Энн очень дисциплинированная». По словам Хаузера, он стал венчурным капиталистом, поскольку хотел внести «больше дисциплины в свое собственное поведение». Будучи «бизнес-ангелом», он имел столь обильный поток сделок, что у него не было никакой возможности оценить их качество. В этой связи он почувствовал необходимость лучше организовать свою работу. Кроме того, он был очень занятым человеком. «Инвесторы моего первого фонда хотели знать, в скольких правлениях я заседаю. Я никогда не считал, и, тем не менее, точный ответ был — в 24-х».

Plastic Logic, дочерняя фирма Кембриджского университета, является примером сочетания различных стилей работы. Гловер утверждает, что «компания находится на столь раннем этапе своего существования, что еще не время говорить о том, какой сектор она представляет». При образовании этой компании ключевую роль сыграли отношения между Хаузером и профессором Ричардом Френдом, которые вместе получили докторские ученые степени в области физики. Кроме того, Хаузер вкладывал средства в одну из самых первых компаний Кембриджского университета — Cambridge Display Technologies, одним из основателей которой был и Френд. Энн рассказала: «звонок Френда к Хаузеру определил судьбу всей сделки. Френд спросил: «Что же мы делаем? Участник проделал огромную работу, чтобы мы смогли выделиться в самостоятельную компанию. Нам нужен генеральный директор». «Это хорошая идея, — согласился Германн. — Отличие состоит в том, что в прежние времена инвестицию предпринял бы “бизнес-ангел”. Никого бы не смутило, что наша интеллектуальная собственность пока мало что стоит. Никто бы не знал, что, вообще говоря, происходит, и не было бы никакого явного лидера. Германн был безумно счастлив, почувствовав, что просто обязан заключить эту сделку. Однако для этого понадобились усилия нас троих».

В небольшой фирме, где все партнеры помещаются за одним столом, рабочие процедуры оказываются более неформальными и гибкими, чем в более крупной организации, в которой принятие любых решений предполагает участие многочисленных комитетов. Менеджеры из Арах, чей инвестиционный комитет известен своим строгим аналитическим подходом, весьма насмешливо восприняли портрет «электронных мальчиков» из Benchmark. Однако и сами они, представляющие противоположный подход, достаточно уязвимы к критике. В самом деле, Арах придает чрезмерное значение анализу в такой области, где никаких точных ответов не существует. Вследствие этого многие суждения работников фирмы на проверку оказываются малосодержательными. Инвесторы, которые тратят

массу времени, разбирая по косточкам модели бизнеса, вполне возможно, окажутся не в состоянии ответить на фундаментальные вопросы, такие как: «Доверяю ли я этому человеку?».

Большинство венчурных фирм любит похвастать своим «согласованным» механизмом принятия решений. Кевин Комолли, партнер Accel в Европе, утверждает, что эта американская фирма, подобно большинству ее «сестер», не имеет таких формальных структур, как инвестиционные комитеты: «Мы проводим “встречи партнеров по понедельникам”, собирающие за столом по 20 человек. Решения принимаются согласованно. Это значит, что у нас нет “героев” в хорошие времена или “козлов отпущения” в скверные времена (это все в теории)». Однако, что именно подразумевается под словом «согласие»? «Большинство людей утверждает, что их инвестиционные комитеты принимают согласованные решения. Однако все, в конечном счете, сводится к обмену любезностями: «Я почешу спинку вам, а вы почешете спинку мне», — заявляет один специалист в области прямого инвестирования. При этом разумеется, что инвестиционный комитет его собственной фирмы работает «по-настоящему» согласованно. В других фирмах некоторые партнеры «более равны, чем другие»\*. «Это настоящее партнерство, — заявляет один, и тут же из его уст раздается утверждение, опровергающее первое: — Люди прислушиваются к мнению двух старших партнеров и доверяют им».

## Согласие

Как правило, согласия (или консенсуса) достичь нелегко. Бывший участник небольшого товарищества заявляет, что не так-то сложно определить, когда обычная уклончивость венчурных капиталистов превращается в подлинную заинтересованность: «Можно с уверенностью определить, когда предложение “зацепило” партнеров, — по тому, как они начинают вгрызаться в каждую его деталь». Предпринимателям полезно это помнить. Множество дополнительных вопросов по процедуре «дью дилидженс» может свидетельствовать о поступивших возражениях партнеров, которых вы никогда не видели (а вероятно, никогда и не увидите).

Согласие достигается не сразу. Новоиспеченный венчурный партнер одной лондонской венчурной фирмы жаловался, что он никогда не может уловить момент принятия решения по поводу конкретной инвестиции. Его собеседник, управляющий партнер фирмы, отвечал: «О Боже! Но ведь так и должно быть!» Процедуру принятия решения в этой фирме можно описать следующим образом: «Некий партнер, познакомившийся с идеей

\* Выражение из повести Дж. Оруэлла «Скотный двор». — *Прим. пер.*



во время встречи с участником, превращается в ее сторонника. Остальные члены команды “побивают идею камнями”, пока риск не будет сведен к приемлемому уровню. Если идея оказывается “погребенной под грудой камней”, ее поборник отзывает свое предложение. Если же на последней встрече она не будет отвергнута, то ее примут после необходимой критики, высказанной по ходу обсуждения».

В более крупных организациях с формальными инвестиционными комитетами одна группа менеджеров неизбежно пытается переиграть другую группу. Это делает процесс принятия решения еще более таинственным и непредсказуемым для внешнего наблюдателя. Если речь идет о международной фирме, то решения могут приниматься как на местном уровне, так и в штаб-квартирах. Предприниматели, финансируемые компанией Intel Capital, постоянно жалуются на мучительный процесс утверждения решений в корпорации: решения европейского отделения часто оказывается недостаточно, и за одобрением приходится обращаться к более высокой инстанции — в Санта-Кларе (Калифорния). Любопытно, что фирмы Benchmark и Accel в своей европейской деятельности применяют другой подход. Фирма Benchmark передала процесс принятия решений в ведение европейской команды. Фирма Accel приглашает компании в штаб-квартиру товарищества в Пало-Альто. Представители ирландского портала услуг Care Clear летали в Пало-Альто три раза. (Товарищество продолжало изучать текущие бренды нового сектора и, вероятно, не менее важные вопросы, связанные с репутацией компаний, которые стали первыми инвестициями этой американской фирмы в Европе.) «Идея состояла в том, чтобы использовать в Европе те же стандарты, что применяются нами в Пало-Альто, — заявляет Джим Шварц, один из основателей Accel, а также один из вдохновителей европейской экспансии компании. — Однако нам приходится нелегко. Можно ли приложить те же стандарты? Откровенно говоря, мы пока учимся».

## Организация синдиката

Когда переговоры в самом разгаре, вы можете поговорить с вашим потенциальным инвестором о создании синдиката. На «бычьем рынке» венчурным капиталистам хватает аппетита на то, чтобы единолично «проглатывать» целые финансовые раунды. Напротив, в период спада они больше склонны с самого начала создавать синдикаты, что позволяет им ограничивать риски. Кроме того, теперь к обсуждению вопросов можно привлечь специалистов сразу из нескольких венчурных фирм. Расширится и круг связей, доступных венчурным капиталистам. Разумеется, объединение усилий

венчурных капиталистов из всех уголков Европы может оказаться весьма плодотворным. Кроме того, теперь они имеют возможность финансировать компании вплоть до достижения ими прибыльности, не прибегая к услугам внешних инвесторов.

Инвесторы могут объединяться в синдикаты не только с фирмами, но и с отдельными людьми, которых они знают и уважают. Крах множества синдикатов с наступлением спада заставил венчурных капиталистов более тщательно подбирать себе партнеров по объединению. Кого этот человек представляет? Обладает ли фирма-партнер достаточной выдержкой? Нет ли в их деятельности чрезмерного крена в сторону определенного сектора? Как партнер ведет себя в трудные времена? Держит ли он свое слово? Следует внимательно ознакомиться с его личным послужным списком.

Создание синдиката таит в себе множество всевозможных подводных камней и может привести к возникновению разных источников разногласий между другими инвесторами. Предприниматель должен весьма внимательно относиться к подобным коллизиям. В случае с BuildOnline один крупный инвестор, занимавшийся прямым инвестированием (которого Састер в конце концов отверг), ни при каких условиях не соглашался на сотрудничество с известным банком, одно из отделений которого также специализировалось на прямом инвестировании. Састер полагал, что банк вполне надежен, а по мнению этого инвестора, связь с этим банком могла подмочить репутацию фирмы, когда наступит время первоначального публичного предложения. Он уверял, что если вы не выбрали этот банк в качестве вашего андеррайтера или банк не выбрал вас, то у рынка возникнут вопросы.

Састер и сам непреднамеренно вызвал переполох среди инвестиционных банкиров. Незадолго до окончания раунда финансирования к компании по собственному почину обратилась компания Morgan Stanley. Састер как основатель английского интернет-портала BuildOnline, специализирующегося на вопросах строительства, знал результаты экспертизы в области недвижимости и составил свой рейтинг. После череды воскресных встреч в лондонских отелях Састер отправился в первый инвестиционный банк и сообщил, что руководство BuildOnline решило увеличить объем собираемого фонда и привлечь к сотрудничеству Morgan Stanley. «Они чуть не полезли на стену», — рассказывает Састер. Команда банка пыталась объяснить, что они не хотели, чтобы Morgan Stanley финансировала конкурента. Аргумент не произвел на Састера впечатления, хотя именно этим занималась компания Morgan Stanley, будучи главным инвестором раунда финансирования в размере 70 млн долл. для американской компании Buzzsaw. Напротив, GRP, американский инвестор, которого выбрал

Састер, весьма активно представлял компанию другим потенциальным инвесторам по всей Европе.

Сами венчурные капиталисты обожают подчеркивать свою приверженность принципам сотрудничества. Впрочем, в зависимости от стадии цикла, акцент на сотрудничество может легко смениться риторикой по поводу конкуренции. Но в любом случае большинство венчурных капиталистов весьма расположено к совместным действиям. Это — «клубный» бизнес. Венчурные капиталисты договариваются сообща производить инвестиции на подъеме рынка и разделять риски по разумным ценам в более смутные времена. Как уже упоминалось, предприниматели, попадая на подобные собрания венчурных капиталистов (например, в Chemistry Club), чувствуют себя не в своей тарелке.

В то же время соперничество подчас может принять достаточно острые формы, даже на уровне фирмы, а особенно — когда один из партнеров вышел из дела. В период бума уход партнера в поисках «лучшей доли» воспринимался весьма ревниво. Уход Эрика Арчамбо из Atlas Venture в компанию Benchmark Europe сопровождался завистливыми взглядами коллег. (Сегодня становится все более очевидным, как трудно было распространить фирменный бренд Кремниевой долины на новые операции в Европе, а что касается Арчамбо, то он покинул Benchmark, чтобы основать «семенной фонд».) Предпринимателю следует знать о подобных болезненных точках и держаться в стороне от войны самолюбий.

«Медвежьи настроения» на венчурном рынке вызвали немало ссор между партнерами. Особенно острое противостояние возникало в ходе последующих раундов финансирования. Иногда уход одного из партнеров в последний момент приводил к полной потере доверия к нему в сердцах его коллег по синдикату. Особой проблемой стал внезапный уход крупных учреждений из сектора прямого инвестирования или значительное сокращение технологических программ. Некоторые компании, некогда финансируемые 3–4 учреждениями, были брошены на произвол судьбы, когда их инвесторы более или менее одновременно прекращали свои операции. Поиск партнера по синдикату превратился в нелегкую задачу как для венчурных капиталистов, так и для основателей, и недостаток компетентных инвесторов стал ощущаться весьма остро.

## Выход из тупика

Большинство переговоров достигает своего рода мертвой точки, с которой непросто сдвинуться. Это случается, если венчурный капиталист настаивает на условиях, которые вы вовсе не хотите принимать. Фолис советует задать

венчурному капиталисту прямой вопрос: «Какой цели служит это условие? Объясните мне, почему вы так настаиваете на нем. Чего вы опасаетесь?» Если венчурный капиталист не в состоянии внятно изложить свои мотивы, это ставит его в невыгодное положение. Точно так же приготовьтесь и сами пойти на уступки, если видите, что компромисс не так сильно ослабит ваши позиции, как вам казалось прежде.

## Изменение условий

В процессе привлечения средств вы столкнетесь с еще одной проблемой, которая состоит в том, что в течение многомесячных переговоров условия меняются, и, возможно, вам придется постоянно приспосабливать к ним свою модель бизнеса. Инвесторы искренне ненавидят компании, претерпевающие постоянные перемены. Вероятно, компания имеет право поступать таким образом, однако не забывайте, что партнер, возможно, уже представил ваш проект в инвестиционный комитет и не испытывает никакого желания объяснять изменения. Несомненно, инвесторы способны оценить гибкость предпринимателя, однако далеко не все из них смогут воспринимать ваши усилия в столь выгодном для вас свете.

## Библиография

**Stross, R.E.** (2000), *eBoys*, Crown Publishers, New York. (Правдивая история из жизни шести парней, которые финансировали eBay, Webvan и другие начинающие компании стоимостью 1 млрд долл.)

## Завершение сделки

Игра не закончена, пока она не закончена.

Йоги Берра, американский бейсболист, 1973 г.

ДВЕРЬ В ОФИС МАРКА САСТЕРА, руководителя BuildOnline, заперта уже две недели. Лишь изредка слышны оживленные телефонные переговоры. Сам Марк Састер и его генеральный юристконсульт передвигаются словно зомби. Под глазами — черные круги. Остальные члены команды чувствуют, что бродят по краю пропасти. Наконец, в понедельник, в 14.30, Састер созвал сотрудников. Вид его не предвещал ничего хорошего. Он напомнил, что интернет-компания MarchFirst только что подала заявку о банкротстве, а компания Etoys, распространяющая игрушки через Интернет, — на грани краха. «Рыночные условия весьма жесткие. Это касается не только BuildOnline», — сказал он.

Затем он вернулся к «очень болезненному процессу» — к увольнению в прошлом месяце 18 из 78 сотрудников. Эта процедура была проведена в рамках компании по сокращению издержек. «Сегодня же происходит совсем иной процесс», — заявил он загадочно. После нескольких месяцев «поке-ра» с венчурными капиталистами он позволил себе немного подшутить над командой. В кабинет вкатили тележку с шампанским, и сотрудники поняли, что их ожидает не очередная порция ужасных новостей, а начало «нового процесса», которое собирались отметить. Састер объявил радостную новость: компания BuildOnline только что привлекла 10 млн фунтов новых инвестиций, использовав средства как прежних инвесторов, так и одного нового.

Собранная сумма составляла треть от того, что намеревался получить Састер. Однако индекс NASDAQ упал с уровня 5000 до 1600, и Марку, потратившему на переговоры 9 месяцев, пришлось смириться с более низкой оценкой. Компании, действующие в сфере электронной коммерции и в рамках модели «бизнес — бизнесу» (B2B), уже вышли из моды, поэтому даже достигнутый результат мог считаться триумфом и даже подвигом.

Сделка считается завершенной после того, как вы подписываете заключительные юридические документы и деньги поступают на ваш банковский счет. Это уже можно назвать непреложным законом природы: подписание чаще всего происходит в офисе юриста в 4 часа утра, когда на счете компании в банке остаются последние 100 евро. Один предприниматель уподобил этот процесс восхождению на гору. Вы думаете, что уже достигли вершины, и здесь перед вами открывается еще более высокий горный склон. В ходе любой транзакции едва ли удастся обойтись без переноса процедуры подписания (по крайней мере, один раз). Разумеется, сам юрист заинтересован в затягивании сделки.

Двумя важнейшими итоговыми документами являются инвестиционное соглашение, представляющее собой договор между акционерами, и устав компании (в случае английской компании это — «статьи ассоциации»<sup>\*</sup>). Если использовалась ссуда, то будет заключено отдельное соглашение о ссуде. Положения перечня условий также войдут в эти документы, хотя в Европе подход к тому, что должно появиться в итоговых документах, значительно более гибкий.

#### **Инвестиционное соглашение**

- ◆ Обязательство по подписке (согласие инвесторов подписаться на акции).
- ◆ Условия подписки.
- ◆ Права согласия.
- ◆ Права на получение информации.
- ◆ Обязательства по конфиденциальности.
- ◆ Условия выхода.
- ◆ Гарантии и компенсации.
- ◆ Ограничительные условия (не позволяют менеджерам покидать компанию и составлять ей конкуренцию; они включены в этот документ, поскольку он обладает большей принудительной силой, чем соглашение о найме).

<sup>\*</sup> Термин «статьи ассоциации» (articles of association) обозначает устав компании (Великобритания); документ, излагающий внутренние правила функционирования акционерного общества, включая процедуры голосования, созыва собраний акционеров, выбора директоров, их функций. — *Прим. ред.*

**Устав**

- ◆ Подробное описание долевой структуры капитала.
- ◆ Права, обеспечиваемые акциями:
  - права на дивиденды;
  - преимущественные права при ликвидации;
  - права на выкуп;
  - права на конвертацию;
  - права на защиту от разбавления;
  - права при голосовании (определяют правило: одна акция — один голос; или — на основе произведенной конвертации);
  - права на передачу (право большинства и право следования);
  - преимущественные права на покупку;
  - условия «правильного»/«неправильного» ухода.

Конечно, можно торговаться до последнего дня, однако в первую очередь следует обсудить фундаментальные условия, которые могут в дальнейшем привести к провалу переговоров еще до подписания перечня условий.

Чем больше инвесторов, тем сложнее решать эту задачу, особенно учитывая рой юристов, въедливо вникающих в любую мелочь. Ник Кандола, бывший генеральный директор одной компании, занимавшейся электронной коммерцией (центр по торговле информационными технологиями), рассказывал мне о напастях, связанных с обсуждением инвестиционного соглашения, даже во время бума (*Financial Times*, 2000). «Компания и инвесторы собираются вместе и приходят к разумному компромиссу. И здесь один из юристов, которым давно уже пора удалиться, заявляет: “Не думаю, что мой клиент может согласиться на это условие”. И нам снова приходится возвращаться за стол переговоров».

Как уже отмечалось, в Европе каждая сторона норовит перехитрить другую, поставить ей подножку. Ясно, что важно установить ограничения на оплату услуг юристов для каждой из сторон (см. главу 13). Чем больше инвесторов и юристов участвует в процессе, тем более продолжительным он может оказаться. В любом случае ваша задача заключается в том, чтобы ускорить процесс. Убедитесь, что у вас есть имена всех юристов (если это крупный синдикат) и вы можете лично поторопить того, кто «тянет резину». Один предприниматель заявляет:

— *Завершение означает, что переговоры окончены, но если не приложишь усилия, они могут затянуться на 16 лет. В какой-то момент нужно просто остановиться. Что может положить конец переговорам? По большей ча-*

сти — усталость (и еще то, что в компании нет денег). Все измучены. Это заставляет вас прислушиваться к доводам другой стороны и искать решение. Кроме того, обе стороны сознают, что своими препирательствами лишь обогащают юристов. Вот тогда и возникает необходимость во взаимных уступках — *quid pro quo* («нечто за нечто» — лат.). Я дал моему венчурному капиталисту то, что он просил, и это помогло ему выглядеть презентабельно при утверждении сделки в инвестиционном комитете (при обсуждении изменения условий принудительного выхода). Он дал мне то, что просил я, и я смог «умаслить» своих существующих акционеров (условия были изменены таким образом, что при наступлении события IPO финансировавшие компанию «бизнес-ангелы» могли бы выкупить свои акции в то же время, что и венчурные капиталисты).

Есть еще одна неизбежная закономерность, связанная с завершением сделки: все настолько устают в ходе переговоров, что ликование по поводу их окончания приходит не сразу. На это требуется день или больше. Састер, подписавший соглашение в пятницу, отпраздновал свой успех только в понедельник.

## Библиография

Campbell, K. (2000) 'A sour taste of success', *Financial Times*, 23 March.





НАПОМНИТЕ, СКОЛЬКО ДЕНЕГ МЫ ВЛОЖИЛИ  
В ЭТУ СИСТЕМУ ДОРОЖНОЙ НАВИГАЦИИ?



ЧАСТЬ ТРЕТЬЯ

Работа  
с венчурным  
капиталом



## Венчурные капиталисты в правлении

Две крайности — как два супруга,  
Сошлись, чтоб ссориться друг с другом.

Чарльз Черчилль, *The Rosciad*, 1761 г.

ИТАК, ДЕНЬГИ НАХОДЯТСЯ В БАНКЕ. Уже можно позабыть про венчурного капиталиста? Нет, теперь настало время реальной работы по выстраиванию эффективных взаимоотношений — необходимо пестовать распускающиеся цветы деловой любви и беречь, чтобы они быстро не завяли.

Для начала, раз уж вы стали компанией, финансируемой венчурной фирмой, пришла пора подумать о составе правления. В период бума, когда традиционные правила бизнеса утратили былую силу, создание эффективного правления казалось не такой уж важной задачей. Многие предприниматели единолично управляли своими первыми вновь созданными компаниями. Правления играли второстепенную роль, и лишь немногие из них выполняли свою работу должным образом. Столь небольшое число европейских технологических компаний, вышедших на международный уровень, отчасти связано с преобладанием неэффективных правлений.

В мае 2001 г. компанией Арах было проведено внутреннее расследование, которое охватило 150 европейских технологических компаний, отобранных по одному критерию: они котировались на бирже и достигли капитализации более 1 млрд евро (и на момент исследования продолжали функционировать). В списке бывших небожителей была

целая череда довольно сомнительных имен, но общее количество подобных компаний может вызвать удивление, даже с учетом инфляционных эффектов «мыльного пузыря». Примерно половина компаний в момент исследования все еще обладала капитализацией в 1 млрд евро и выше. Что касается остальных, то связь между статусом «падшего ангела» и некомпетентностью правления пока остается в области предположений, и все же примеры эффективных правлений найти значительно сложнее, чем неэффективных.

Одной из причин бездействия правлений является господство предпринимателя. Один бывший генеральный директор компании, работающей в сфере программного обеспечения, признает, что 95% времени собраний правления говорил именно он. «Я информировал людей о последних событиях и добивался от них одобрения своих решений», — утверждает он. Иногда правление может быть «украшено» директором, не обладающим исполнительными функциями, или председателем, назначенным венчурным капиталистом. Часто присутствие такого человека вызывает искреннее негодование у предпринимателей, поскольку обычно он приходит из крупной компании и весьма смутно представляет себе, чем занимается портфельная компания, или его опыт, подходящий на первый взгляд, оказывается недостаточным (это все равно, что представить себе розничного торговца дешевой одеждой, попавшего в фирму, которая работает на дорогом рынке высококомодной фурнитуры). В Великобритании в правлениях нередко заседают известные и влиятельные личности. В качестве примера можно привести сэра Арчи Фезерстоуна и его друзей по игре в поло. «Венчурные капиталисты вовсе не настроены на то, чтобы в правлении их представлял неизвестно кто, — заявил один циник, — так что они выберут известных и влиятельных людей, поскольку те, по их предположениям, должны обладать навыками управления. Между тем молодым компаниям скорее нужны контакты, которые помогут им увеличить выручку с 3 до 6 млн долл.».

Кроме того, возникают культурные и юридические препятствия. По словам одного инвестора, во Франции правления небольших компаний воспринимаются не так серьезно, как в Великобритании. Там практически не известен тип портфельных директоров, для которых работа в правлении (обычно сразу в нескольких) представляет собой вторую или третью карьеру. Советник Жерар Тарди из Sitka Partners утверждает: «Люди считают такую работу странной для человека, не достигшего пенсионного возраста. Они пожелают знать, занимался ли он в жизни хоть какой-нибудь реальной работой. Французские директора, не обладающие исполнительными функциями, — говорит он, — получают слишком мало — около 4 тыс. евро

в год. Вы покажетесь человеком алчным, если потребуете более 10 тыс. евро. Люди спросят: «Да, кто он такой?» Более того, французские генеральные директора протестуют, когда венчурные капиталисты навязывают им директоров без исполнительных функций. Они сразу воспринимают это как угрозу. Возможно, вполне оправданную, именно потому, что эти люди никогда не управляли портфелями компаний. «Почему вы не хотите быть более откровенными со мной? — спрашивают они. — Почему вы просто не скажете, что собираетесь меня заменить?» Это сразу отравляет отношения».

В Германии ситуация осложнена еще и тем, что существуют две руководящие структуры: управляющий совет и наблюдательный совет (Vorstand и Aufsichtsrat). Мягко говоря, германское корпоративное законодательство не слишком принимает в расчет мелкие компании. Наблюдательный совет выбирается акционерами компании и, как правило, собирается четыре раза в год. Поэтому венчурные капиталисты предпочитают участвовать в работе «правления», однако там надо заниматься каждодневными делами по управлению компанией. На практике именно наблюдательный совет можно назвать «правлением» в англосаксонском смысле. «В действительности, люди ведут себя так, как если бы представляли собой обычное правление, — говорит один венчурный капиталист из общеевропейской фирмы. — Тогда каждый (да и сейчас кое-кто) поднимал свою руку и говорил. Однако у них не было на это права. Существует определенная процедура. Правила очень жестко определяют, кто говорит и когда и т. д.».

Очевидно, что, когда начинающая компания делает первые шаги, она не нуждается в громоздком и неповоротливом правлении. Однако даже компания, пока не имеющая выручки, — если она в достаточной мере амбициозна, — может собрать вполне представительное правление. Например, компания Nexagent (см. главу 7) еще на этапе, когда она была убыточной, привлекла трех неисполнительных директоров — в дополнение к двум венчурным капиталистам, заседающим в правлении. В этой области венчурные капиталисты могут внести реальную добавленную стоимость, предложив способных неисполнительных директоров, известных им благодаря обширным связям. Однако в Европе лишь немногие уделяют внимание этому вопросу. Единственное, чего они хотят, — так это заполучить одно-два места в правлении, причем без всякой гарантии, что это принесет зримую пользу их портфельной компании.

Американские венчурные капиталисты совсем по-иному подходят к этому вопросу. Как правило, они хотят контролировать правление. До-

бываться этой цели они могут либо благодаря численному перевесу, либо через назначенного ими же неисполнительного директора (или директоров), который будет проводить удобные им решения. Нередко компанию в правлении представляет лишь один директор. По сути, стремление любой ценой заполнить пустующее место в правлении «своим» директором приводит к упущенным возможностям, поскольку плодотворнее было бы внести полезный вклад в работу компании. Подобное отношение к своей роли в правлении исторически связано с тем фактом, что американские венчурные инвесторы уделяли не такое уж большое внимание пунктам соглашения между акционерами (впрочем, после краха «мыльного пузыря» произошли определенные перемены). В Европе же, напротив, мало кого заботило, если правление собиралось один раз в квартал. Европейские венчурные капиталисты добивались своего, опираясь именно на соглашение между акционерами — на содержащийся в нем список из 27 положений, которые оговаривают действия компании, требующие одобрения акционеров. В эпоху спада европейские инвесторы стремятся играть более активную роль в делах компании, а учитывая еще и возрастающее присутствие американских венчурных капиталистов в Европе, соглашения американского типа становятся все более распространенными. Один опытный американский юрист, работающий в Лондоне, привел пример одной английской компании, реорганизовавшей свое правление. Теперь оно состоит из исполнительного директора, трех неисполнительных директоров, представляющих венчурных капиталистов, одного независимого представителя отрасли, а также одного независимого представителя от основателей.

Предприниматели зачастую без всякого энтузиазма относятся к самой идее правления, особенно если его решения обладают хоть какой-нибудь обязательной силой. Каковы их мотивы? Один европейский основатель, совмещающий должности генерального директора и председателя, заявляет, что его компания слишком мала и молода (30 сотрудников в штате; возраст компании — 2 года; большая группа «бизнес-ангелов»; первый раунд финансирования венчурными капиталистами), чтобы «возиться» с директором без исполнительных функций. «Мы слишком молоды, и нам не нужен посредник (между менеджерами и акционерами). Акционеры и сами придут ко мне». Он допустил, что председатель иногда может оказаться полезным, но неисполнительный директор просто занимает место. «Каким образом он может помочь в решении проблем? Все сводится к вопросу о власти. А когда власть лжет? Когда речь заходит о деньгах». Он реорганизовал и «облегчил» состав своего правления, выведя из него директора, представляющего синдикат «бизнес-ангелов». «Все, что они



умели, — так это разглядывать копии моих документов и делать там пометки. Мне это не нужно».

И все же не следует думать о правлении как о необходимом зле, о чем-то вроде замаскированного аудиторского комитета. Оно выполняет конструктивную функцию, ставя перед вами сложные задачи. Не стоит поддаваться искушению легкой жизни и набирать бездеятельное правление. Генеральному директору нужно уметь договариваться с набранными в правление людьми (причем лучше, чем они это делают сами), поэтому лучше иметь правление, состоящее из сильных членов, а не сборище уступчивых друзей. В отличие от правления публичной компании правление частной компании призвано вносить полезный вклад в работу компании, а не следить за соответствием правилам и нормам регулирования. Впрочем, череда скандалов вокруг американских корпораций привела к опасениям, что мелкие частные компании могут быть накрыты волной новых драконовских правил (регламентирующих работу неисполнительных директоров заодно с крупными, зарегистрированными на бирже компаниями).

Некоторые венчурные капиталисты будут требовать председательской должности для самих себя. Это свидетельствует об уверенности в себе, которая, впрочем, может быть как оправданной, так и не очень. И все же в правлении из пяти человек, двое из которых представляют венчурных капиталистов, здоровый баланс можно обеспечить, если распределить оставшиеся три места между двумя директорами от компании и независимым председателем. Желательно иметь хотя бы одного по-настоящему независимого директора, поскольку венчурный капиталист, сколько бы времени он *ни работал* в качестве директора, будет в большей степени отстаивать интересы своего фонда, а не заботиться о благополучии компании. Эта работа отнимает много времени, так что неисполнительный директор не должен заседать более чем в четырех или пяти правлениях. Недостаток подходящих кандидатов станет еще более острым, когда люди почувствуют себя неуютно при мысли о возможных юридических последствиях, вытекающих из обязанностей директора, что вполне вероятно в нынешних условиях.

Для чего вообще нужен председатель? Вам не обязательно иметь на этой должности светило отрасли, однако человек, обладающий солидным знанием рынка и способный направлять обсуждение в здоровое русло, вполне может вам пригодиться. И что ж, неплохо было бы, если бы он к тому же не позволил вам как генеральному директору взять правление под свой полный контроль. Помимо других функций хорошей председатель поможет построить доверительные отношения с инвесторами. Грэм Минто, основатель компании Domino Printing

Sciences, весьма тесно сотрудничавший с венчурными капиталистами, заявляет:

— *Венчурные капиталисты это — люди. Они хотят доверять тем, кого они финансируют. Они не хотят узнавать последними о том, что происходит. Одним из способов заслужить их доверие является поддержание в них уверенности, что компания хорошо управляется. Например, они должны знать, что количество персонала возросло с 5 до 50 человек. В этом смысле может оказаться полезным председателем, хорошо разбирающийся в бизнесе. Это поможет избежать ворчания венчурных капиталистов за спиной у генерального директора. При деликатном подходе председатель может сыграть роль посредника между венчурным капиталистом и предпринимателем.*

По-настоящему независимый председатель при случае может сыграть важную роль в качестве противовеса венчурным капиталистам. Леннарт Рамберг из Altitun рассказывает, как он вместе с командой пытался выбить строительство производственных мощностей для компании, производящей перестраиваемые лазеры: «Венчурные капиталисты не принимали этой идеи и жаловались, что это обошлось бы в кругленькую сумму. Они говорили: “Давайте лучше построим продуктовую, а не производственную линию”. Как оказалось в 1999 г., главную роль играл именно доступ к производственным мощностям. Тогда не существовало никакого аутсорсинга\*, а в отрасли не было необходимых производственных линий. Венчурные капиталисты заявляли: “Ага, это так типично для инженеров не учитывать запросы потребителей”. Как мы решили этот вопрос? В состав правления вошел один очень крупный представитель отрасли. Он заявил, что, раз мы работаем в этой отрасли, нам просто необходимо обладать собственными производственными возможностями. Он сказал это всего один раз, но этого было достаточно, чтобы все остальные согласились».

Эффективность правления, как правило, обратно пропорциональна количеству людей, заседающих за столом. Правление, состоящее из девяти человек, превратится в настоящий цирк. Не вполне информированные члены будут задавать глупые вопросы и понапрасну растративать время. При правильном подходе вполне приемлемым можно считать число семь. В идеале в таком правлении будут заседать три неисполнительных директора, занимающихся финансовым мониторингом, развитием компании и технологической экспертизой.

\* Аутсорсинг (outsourcing) — привлечение внешних соисполнителей к выполнению контрактной работы в тех случаях, когда это выгодно. — *Прим. ред.*

В Европе существует еще одна проблема — состав правления обычно носит национальный характер, т. е. правление французской фирмы состоит в основном из французов, а правление шведской фирмы — из шведов. Если же компания нацелена на глобальный уровень (и, соответственно, на глобальную конкуренцию), то одной из главных задач является управление выходом на международные рынки. Отсюда возникает необходимость поликультурного состава правления. В то же время для интернационального правления не так просто подыскать подходящие кандидатуры. Скандалы вокруг корпораций Worldcom и Enron заставили многих директоров проявлять повышенную осторожность. Если фирма подпадает под юрисдикцию страны, законов которой они не понимают, место в правлении такой фирмы влечет за собой принятие на себя дополнительных обязательств, т. е. в конечном счете — дополнительных рисков.

Как уже отмечалось, многим европейским инвесторам не хватает связей, позволяющих им подобрать достойных кандидатов. В любом случае, вы едва ли захотите, чтобы выбором вашего «независимого» директора занимался венчурный капиталист. Одной из альтернатив является создание технического консультативного совета, члены которого хоть и не обладают директорскими полномочиями, но все же могут держать компанию в курсе развития отрасли.

## Венчурные капиталисты в качестве членов правления

Вот характерное ворчание, прозвучавшее из уст одного молодого предпринимателя: «Венчурные капиталисты — невероятно бессильные создания. Им не хватает информированности. Они раболепно прислушиваются к мнению генерального директора. Его слова они воспринимают как абсолютную истину. Наша компания быстро развивалась, и венчурные капиталисты были вынуждены опираться на суждения нашего генерального директора. Их не заботило, можем ли мы управляться с делами лучше, действительно ли мы строим компанию мирового класса». Кроме того, нередко раздаются жалобы, что некомпетентность венчурных капиталистов распространяется и на период, следующий за выходом компании на публичный рынок. Один американский инвестиционный банкир заявил в Лондоне, что очень многие венчурные капиталисты совершенно не знают, как вести себя в правлении публичной компании (а в нем они могут оставаться годами).

Он рассказывает, что наблюдал «вопиющие нарушения» английского законодательства в области приобретения компаний. Один инвестор выяснил намерение своего инвестиционного комитета продать 20% акций в одной публичной компании, которую они финансировали. Открытое обсуждение немедленно превратило целый инвестиционный комитет в сборище «инсайдеров».

Однако если ваш выбор с самого начала был верен, то ваш инвестор будет источником мудрости и стратегического видения. Хотя венчурные капиталисты подчас склонны к беспричинной панике (см. ниже), лучшие из них в трудные времена сумеют действовать решительно и не станут «заметать проблемы под ковер».

Стили венчурных капиталистов значительно различаются. Компания Pond Ventures различает две группы инвесторов. К первой группе она относит держателей крупных портфелей, которые неверно подходят к взаимоотношениям между инвестором и финансируемой компанией, а ко второй (конечно) саму себя — компанию Pond Ventures, которая всегда больше стремилась к «взаимодействию в режиме диалога». Чарльз Ирвинг, директор Pond Ventures, заявляет: «Мы учим наших людей звонить по телефону не с требованием отчета о продажах за месяц, а с целью привнести в компанию новое знание: “Компания функционирует так-то, а, кстати, какие у нас показатели объема продаж?” Вы должны быть первым человеком, которому позвонят из компании при возникновении любых проблем. Разумеется, вам не достичь такого статуса, если вы ведете себя как зазнавшийся сноб из большого города».

Фирма 3i использует несколько иную модель — возможно, неизбежную, с учетом ее размеров, но не всегда эффективную для подопечных компаний. В то время как исполнительные директора от компании будут играть роль наблюдателей, сама 3i, скорее всего, будет настаивать на назначении неисполнительного лица, вероятно — председателя, которого компания должна сама выбрать из короткого списка. Одна из проблем состоит в различном качестве предлагаемых кандидатур. Кроме того, важным фактором является «непрямая» природа взаимоотношений. Многие предприниматели хотели бы видеть в составе своего правления человека, который предпринимал инвестицию и, следовательно, эмоционально более вовлечен в дела компании. Дело не только в том, что им приходится платить неисполнительному директору немалое вознаграждение. Вопрос состоит еще и в том, на чьей стороне находится этот человек — компании или фирмы 3i. Когда возникает проблема, предприниматели часто осознают, что им приходится общаться с фирмой 3i *через* председателя, таким образом, связь правления и 3i ухудшается и напоминает игру в испорченный телефон.

## Коммуникация

Каким бы эффективным ни был председатель, не обладающий исполнительными функциями, истинную пользу могут принести взаимоотношения между вами и вашими инвесторами. Более активно добивайтесь контакта с ними, даже если, как сказал один предприниматель, они будут не слишком рады слышать ваш голос. Вряд ли нужно поддерживать с ними ежедневную связь, если речь, конечно, не идет о какой-то кризисной ситуации. Однако раз в неделю они должны вспоминать о вашем существовании. Весьма соблазнительно забыть о своих инвесторах. Однако ваши повседневные проблемы будут нарастать, особенно если вы только что получили деньги и считаете, что находитесь «на безопасном расстоянии» от своего инвестора на ближайшие 12–18 месяцев. Более неотложными задачами вам обычно кажутся решение насущных проблем и звонки клиентам. Но если венчурные капиталисты долго не получают вестей от портфельной компании, то они начнут предполагать худшее. Такое отношение приводит к потере доверия, и они могут усилить досаждающий вам контроль. Когда дела на самом деле идут неважно, многие инвесторы начинают паниковать, а это только усугубляет проблемы.

«Чем больше они информированы о том, что происходит, тем больше доверия они к вам испытывают, даже если обстоятельства складываются не в вашу пользу», — утверждает Марк Састер из компании BuildOnline. Он также советует поближе познакомиться со своими партнерами: приглашать их на ужин и т. д. «Если венчурный капиталист знает вас, между вами налажены нормальные отношения и вы работаете в тесном сотрудничестве друг с другом, то, конечно, они окажут вам большую поддержку, если дела идут не так, как хочется. Если они знают вас как человека, они с меньшей вероятностью примут жесткие решения, основанные исключительно на финансовых показателях. Вас оценивают на основе определенных критериев, а также на основе восприятия. Восприятие — это реальность. Это почти так же важно, как критерии.

Если вы постоянно держите венчурного капиталиста в курсе ваших дел, это обернется для вас определенными, хотя, возможно, и не столь заметными поначалу, преимуществами. Допустим, вам осталось несколько месяцев до следующего раунда финансирования, и ваш инвестор ведет переговоры с крупным инвестором. Разумеется, он скорее возьмет вас на встречу с ним, если вы постоянно поддерживаете с ним связь.

Кроме того, важен реализм. Если вы на протяжении пяти месяцев подряд убеждали венчурного капиталиста, что крупная сделка уже «на носу», то рано или поздно вы начнете терять его доверие. Один венчурный капита-

лист устало рассказывал мне об «искренней беседе», которую он провел с предпринимателем из портфельной компании. По описанию венчурного капиталиста, предприниматель был «полным энтузиазма, но несколько наивным человеком». «Я объяснил ему, что он всегда пытается “продать” свою убежденность правлению и это подрывает доверие к тому, что он говорит. Нам приходилось постоянно фильтровать его слова».

Отношения с венчурным капиталистом можно наладить, выручив его из неприятной ситуации. Помните, что венчурные капиталисты всегда имеют проблемы внутри собственной фирмы. Подумайте о том, как вы можете способствовать успеху венчурного капиталиста. Один основатель рассказал, как один из его инвесторов (довольно молодой) проводил презентацию одной из самых успешных своих компаний на глобальном форуме венчурных капиталистов. Основатель выкроил время и помог венчурному капиталисту провести исследования и в большей или меньшей степени разработал за него сценарий презентации.

## Ложь, низкая ложь и добавленная стоимость

По прошествии нескольких месяцев вы выясните, содержит ли хоть крупицу смысла выражение, надоевшее до тошноты (*ad nauseam* — лат.) еще во время привлечения средств, а именно «добавление стоимости».

Лоуренс Холт из фирмы Quidnunc, занимающейся технологическими консультациями, рассказал, что во время привлечения средств многие инвесторы обещали оказать помощь, совершенно не подходящую для компании на данном этапе ее существования. Например, речь шла о привлечении новых сотрудников. «Они говорили: “Мы занимаемся этим бизнесом десять лет. Мы знаем, как это делать”». Между тем, фирма хотела помощи в увеличении выручки. Однако поиск новых сделок — непростое занятие. Возможно, мы недостаточно хорошо объясняли нашим венчурным капиталистам специфику нашего бизнеса. Вероятно, мы ожидали слишком многого». Он добавляет, что вместо того, чтобы способствовать новым сделкам, венчурные капиталисты в избытке предлагали «все эти странные проекты слияния. Они смотрели на свой портфель и спрашивали себя, какие две компании подойдут друг другу. Иногда поступали совершенно дикие предложения. Сначала мы делали ошибку, всерьез обсуждая каждый проект. Теперь мы просто спрашиваем, где тут логика». И все же Холт признает, что компания мало внимания уделяла ознакомлению предпринимателей с особенностями бизнеса. Последнее признание весьма характерно.

Предприниматели, не желающие заниматься обучением своих венчурных капиталистов, сами виноваты в том, что те не «добавляют стоимость» подопечным компаниям.

Крис Альберг из Spotfire является примером генерального директора, «на полную катушку» использующего возможности своих инвесторов, в числе которых и фирма Atlas Venture. Он не только прибегает к помощи двух партнеров, в большей степени вовлеченных в деятельность его компании, но и не стесняется обращаться за поддержкой к другим работникам фирмы. «Можно добиться от людей совершенно потрясающих вещей. Стоит только попросить», — заявляет Альберг. В свои тридцать с небольшим он является одним из немногих специалистов в области технологий (он получил степень доктора в Чалмерском технологическом университете, Швеция), успешно перешедших с роли основателя на роль генерального директора. Его компания быстро растет и уже вышла на международный уровень.

Компания Atlas помогла фирме осуществить переход от «горизонтальной» стратегии, включающей продажу программного обеспечения на многих рынках, к «вертикальной» стратегии, предполагающей концентрацию на фармацевтической отрасли. Кроме того, отдел Atlas, ведающий науками о жизни, провел исследование рынка и представил компанию крупным клиентам. Как и любая другая европейская компания, занимающаяся программным обеспечением, компания Альберга стремилась к выходу на американский рынок. Альберг решил для начала позвонить в Атлас — Филлипу Клоду в парижский офис Atlas Venture, для того чтобы получить совет по поводу интернационализации. (Клод инвестировал на ранней стадии в Business Objects, одну из самых успешных технологических компаний, возникших в Европе за последнее десятилетие.) Кроме того, Atlas сыграла важную роль при найме «номера два» в компании. Когда же Альберг решил расширить состав правления, он прощупал связи всех партнеров Atlas. В конце концов, ему удалось заполучить в качестве члена правления Дэвида Йоффе, партнера Atlas, профессора Гарвардской школы бизнеса и члена правления корпорации Intel.

Каждый предприниматель имеет собственный взгляд на то, каким образом использовать ресурсы своего инвестора. Уж во всяком случае предприниматель вправе рассчитывать на последующее финансирование, и процесс пойдет более гладко, если у обеих сторон дела идут хорошо (*более подробно этот процесс обсуждается в следующей главе*). Стюарт Эванс из Plastic Logic подчеркивает, насколько важно постоянно поддерживать контакт с существующими инвесторами, поскольку именно от этого зависит ваша репутация в глазах потенциального источника новых денег. Инвесторами

«семенного раунда» для Plastic Logic были фирмы Amadeus и Dow Chemical, причем Германн Хаузер из Amadeus вошел в правление компании: «Вы работаете над бизнес-планом, обсуждаете его с правлением, в состав которого входит и Германн. Если Amadeus полагает, что план глуп, они прямо об этом заявят. Они никогда не *пообещают* предпринять инвестицию, они скорее скажут: “Да, все выглядит неплохо. Мы обещаем вам свою поддержку, проводите представление”. Amadeus всегда держит свое слово. Кое-кто находит, что венчурные капиталисты оказывают поддержку на раннем этапе, а затем бросают вас на произвол судьбы. Иногда это неправда, а иногда венчурные капиталисты и в самом деле ведут себя неважно».

На «медвежьем рынке» предпринимателя будет волновать сильное разбавление его позиции. «Все задумано в интересах инвестора. Единственный способ защитить себя — это стать настолько ценным для них, чтобы им и в голову не пришло отделаться от вас. И важной частью ваших усилий всегда будет поддержание хороших отношений со своим инвестором», — говорит Састер.

## Препятствия в пути

Так что следует знать венчурному капиталисту? Некий предприниматель, имени которого мы раскрывать не будем, рассказал, что использует три ряда чисел: «Первый мы представляем нашему правлению. На втором мы основываем свой бизнес. А третий предназначен для ведущих работников компании. Таким образом, мы можем смягчить любую проблему. Большинство венчурных капиталистов не станут вас особо расспрашивать, если вы действуете согласно плану, даже если план составлен не вполне добросовестно. Они проявят интерес только в том случае, если вы что-нибудь упустите». По словам предпринимателя, у него всегда есть безотказная отговорка на случай любых неприятных вопросов. Он всегда задает встречный вопрос: «А что вы делаете для нас?»

Меньше всего инвестор любит сюрпризы, так что всегда держите его в курсе всех дел. Если у вас есть плохие новости, которые необходимо ему сообщить, сделайте это немедленно. Многие люди инстинктивно скрывают плохие новости от инвестора. Они теряют важного клиента, но делают вид, что ничего не происходит. Впрочем, венчурные капиталисты ведут себя не лучше и весьма неохотно сообщают плохие новости партнерам с ограниченной ответственностью, которые не более их любят сюрпризы. Энн Гловер знает одного американского венчурного капиталиста, который исходит из следующего принципа: если команда менеджеров не выполняет



план, это может означать три вещи: они *не умеют планировать*, они *не умеют выполнять план*, они *не умеют ни того, ни другого*. Разумеется, ни одно из перечисленных объяснений не обрадует венчурного капиталиста. Эйн полагает, что здесь важна верная установка. Следует обстоятельно объяснить, почему запланированные показатели не достигнуты и как можно решить проблему.

Когда венчурные капиталисты начинают нервничать, они запрашивают дополнительные сведения. Это может превратиться в порочный круг. Вы предоставляете им новые сведения, и тогда они просят прислать больше. Один предприниматель заявляет: «Все это выглядит очень глупо. В какой-то момент вы должны сказать им: “Ребята, кто с этим может управиться? Как правило, мы используем слайды PowerPoint, а не Exel. Это заставляет более качественно составлять свои отчеты”». И у нас всегда есть отговорка: “Мы не можем держать человека, который все свое время тратил бы на составление отчетов для вас”».

*Когда факты меняются, я меняю свое мнение. Разве вы поступаете не так, сэр?*

Дж. М. Кейнс

Поймет ли вас венчурный капиталист, если вы пойдете на кардинальные изменения в бизнес-плане? Это зависит от нескольких факторов. Инвесторы утверждают, что им нравится, когда команда проявляет гибкость, и все же их терпение тоже имеет предел. Если главным их источником информации о вашей компании являются ежемесячные собрания правления, то бизнес-план приобретает громадное значение. Это создаст дополнительную линию защиты, если венчурный капиталист возвратится в свою фирму и расскажет о кардинальных переменах (особенно, если он более юн).

Один французский венчурный капиталист рассказал печальную историю о синдикате, членом которого он был. Этот синдикат финансировал интернет-компанию. Через несколько месяцев после привлечения средств предприниматель осознал, что его бизнес-план был ошибочен, поскольку американский аналог его проекта уже потерпел крах. Венчурные капиталисты разделились на две группы: одни утверждали, что поддерживали самого по себе предпринимателя, другие же были в бешенстве. Француз рассказал: «Они говорили: “Я поддерживал бизнес-план, а не предпринимателя. Я выхожу из игры”». Я же полагал, что мы имеем дело с превосходным предпринимателем и он найдет способ, как справиться с трудностями. Мне было непонятно их отношение. На мой

взгляд, предприниматель все делал правильно. Он был достаточно откровенен, чтобы без обиняков рассказать нам о проблемах. Многие весьма успешные венчурные инвестиции изменяли бизнес-модель бесчисленное число раз». Инвесторы, продолжавшие поддерживать предпринимателя, выкупили акции недовольных инвесторов. Предприниматель же, разумеется, пережил дальнейшее разбавление.

Другой французский венчурный капиталист заявляет, что его больше беспокоит противоположная проблема: «Во Франции предприниматель иногда из кожи вон лезет, чтобы доказать правильность своего бизнес-плана. Рынок идет в нужном направлении. Клиенты, которым не нравится его продукция, просто ничего не понимают. Подобные люди очень опасны. Они обходятся слишком дорого. В конце концов, рынок всегда прав».

## Замена основателя

Всегда неприятно сознавать, что вас заменит другой исполнительный директор. И все же основатель, управляющий гигантами, подобными Microsoft, Oracle, Dell, а в Европе — SAP, Autonomy и Business Objects, — весьма редкая птица. Замена основателя является одной из самых деликатных и тяжелых обязанностей венчурного капиталиста. Впрочем, забавно, что венчурные капиталисты, убеждающие предпринимателей в необходимости подобного шага, забывают о серьезных проблемах с передачей полномочий, которыми часто страдают сами венчурные фирмы.

Ренуар, специалист по подбору персонала, занимающийся поисками работников для технологических компаний, финансируемых венчурным капиталом, утверждает, что в среднем генеральные директора в начинающих компаниях меняются не менее двух раз, пока компания не выйдет на публичный рынок. Ренуар доказывает, что большинство успешных компаний на каждой стадии своего развития нанимает нового главного генерального директора, обладающего соответствующими навыками. По его словам, существуют пять категорий лидеров, отвечающих различным этапам существования компании: начиная от «вдохновенного провидца» на ранней стадии и заканчивая «генералом», управляющим «боевыми действиями» в ходе IPO и далее.

На мой взгляд, венчурные капиталисты слишком часто прибегают к этому средству, особенно когда дела идут неважно (см. ниже). Я также полагаю, что они не всегда внятно объясняют свои мотивы, что создает почву для разногласий. Кроме того, лозунг о том, что следует поддерживать «менеджмент, менеджмент и еще раз менеджмент», вряд ли совместим с

заменой основателя. В этой связи менеджмент действительно оказывается динамическим, а не статическим понятием. Инвестор ищет менеджеров, *пригодных на определенном этапе развития компании.*

Вероятно, вы верите, что будете развиваться вместе со своей фирмой, знаете свои достоинства и недостатки и нанимаете работников, которые могли бы компенсировать ваши недостатки. В таком случае при правильном выборе венчурного капиталиста, возможно, вам удастся сделать передачу функций менее болезненной (в конце концов, не каждый может построить многомиллиардную корпорацию). Герри Монтанус из Atlas утверждает: «Большинство изменений можно предвидеть в момент инвестирования. В отличие от некоторых венчурных капиталистов мы не говорим: “Давайте предпримем инвестицию, а дальше — посмотрим”».

Альберг вспоминает, насколько тактично вел себя Клод, пытаясь разузнать о его отношении к замене: «Было видно, что у него большой опыт. Он вел себя очень умно». Клод поинтересовался мнением Альберга по поводу менеджмента. Ответ предпринимателя явно не устроил Клода. «Хорошо, — сказал потенциальный инвестор, — давайте-ка займемся планированием сценариев». Альберга попросили письменно поупражняться в различных «что будет, если...», т. е. он должен был определить свою реакцию на случай различных вариантов развития событий. Клод помогал ему продумывать различные возможности. Например, шведская компания планировала еще на раннем этапе переместить свои продажи и маркетинговые операции в США. Ей нужно было нанять президента и руководителя административной службы. Что будет, если не удастся найти достаточно квалифицированного специалиста на вторую должность? Что если Альберг окажется «не вполне вменяемым?» Теперь, через шесть лет, Альберг по-прежнему выполняет функции главного администратора Spotfire, учрежденной еще в 1996 г. (в качестве своего второго номера он нанял американца, который уже 15 лет работает с ним на старших должностях и участвовал в организации четырех предыдущих начинающих компаний).

Часто обращают внимание на значительные различия между американским и европейским подходами, хотя это не означает, что процесс замены основателя в США проходит без затруднений. Сэнди Лернер, одна из основателей Cisco, в свое время пережила немало баталий с Доном Валентайном из Sequoia, который, в конце концов, вытеснил ее с должности в 1990 г. И все же, как правило, американских предпринимателей больше интересует, сколько денег они смогут заработать, а не вопросы статуса (см. главу 7). Поэтому им гораздо легче осознать необходимость замены, если они убеждены, что компания, а следовательно, и их доли участия, выиграют от этого в стоимости. Американский основатель более всего озабочен

соблюдением своих экономических интересов. В то же время Кристофер Спрей из Atlas полагает, что настроения меняются и в Европе: «Это был мучительный процесс, поскольку предприниматели упорно цеплялись за свои компании. Но теперь подобное происходит реже. Да, мы вынуждены вести неприятные переговоры, если вы нас не устраиваете. Иногда даже приходится отказываться от инвестиции, если основатель, по всей видимости, намеревается до бесконечности держаться за свою должность». Когда замена подготовлена, основателя проводят теплыми словами: «Компания достигла следующего этапа. Вы хорошо поработали. Теперь мы ищем человека, который был бы хорош в должности X».

Всегда ли венчурные капиталисты попадают в точку? Определенно, нет. Один венчурный капиталист метко сравнил процесс замены с пересадкой органа: «Примет ли тело новый орган?» Однако предприниматели бывают крайне упорны. Бывший коллега одного основателя, который противился неизбежному, рассказывает: «Он может быть весьма решительным во многих случаях, но только не в этом. Он никак не может понять, что его уход — в интересах компании». Люди, способные к здравому взгляду на вещи и осознающие свои недостатки, переживают этот процесс не столь болезненно. Если уж это неизбежно, разумнее выторговать для себя самые выгодные условия ухода. Какие рычаги влияния за вами остаются? Какова ваша доля в компании? Займите другую должность. Пусть теперь вы станете руководителем технического отдела, может быть, вице-президентом по техническим вопросам или маркетингу. А может быть, вам стоит оставить за собой роль неисполнительного директора, заседающего в правлении.

Если вы оставляете свою должность, приготовьтесь к тому, что ваша доля в компании подвергнется разбавлению (даже если предположить, что вам переданы права на ваши акции и ваш уход считается «правильным», см. главу 13). В ходе дальнейших раундов финансирования или в случае слияния или приобретения вы уже не сможете защитить от разбавления свои обыкновенные акции. Марк Састер выразил довольно необычную точку зрения по этому вопросу: «В последнем раунде самая большая битва была устроена в защиту Брайана (основателя компании). Я грозился уйти. В конце концов, я выбил для него деньги. Может быть, не миллионы, но его позиция была очень слабой, и в противном случае он не получил бы ничего».

В то же время, попытка цепляться за старое может привести к конфликтам. Один венчурный капиталист на своем горьком опыте убедился в мудрости совета, который дал ему его наставник: «Никогда не позволяй королю бродить по королевству». Он назначил нового генерального директора, а основателей перевел на другие должности. Новый начальник, зада-

чей которого был выход компании на международный уровень, внес самые кардинальные изменения в ее работу. Через несколько месяцев поднялся мятеж. Основатели выставили за дверь нового генерального директора, выкупив акции у венчурного капиталиста. Кризис продолжался 48 часов. В конце концов для улаживания конфликта был снаряжен председатель (тоже скандинав), не обладающий исполнительными функциями.

Самая неловкая ситуация возникает, когда с основателем обошлись не вполне порядочно, отправив его в какой-нибудь угловой офис на незначительную должность. Такое бывает трудно перенести, и основатель чувствует себя крайне смущенным, сталкиваясь с сотрудниками, привыкшими относиться к нему как к своему начальнику.

## Плохие сигналы

В период бума компании, финансируемые венчурным капиталом, принимали немало ошибочных решений о найме. Иногда для управления мелкой компанией, продукт которой еще толком не разработан, приглашался вице-президент какой-нибудь международной корпорации, занимающейся разработкой программного обеспечения. Нередко управленцы, привыкшие к работе в крупных компаниях, пасовали, когда им приходилось брать на себя бразды правления в начинающей компании.

Спрей считает, что образ венчурного капиталиста, с легкостью расстающегося с менеджерами, является не более чем мифом: «В действительности, они всегда пытаются наладить работу без подобных крайностей. Напротив, часто, когда решение об увольнении уже принято, сотрудники компании с возмущением спрашивают: “Почему вы так долго тянули с этим? Почему вы не избавились от него месяц назад?” Очевидно, людям, работающим в столь тесном контакте с увольняемым генеральным директором, виднее, чем венчурному капиталисту. Иногда подобная проблема просто “заматается под ковер”».

И все же, с позволения Спрея, я выскажу свое мнение. Некоторые венчурные капиталисты в последние годы попали в лагерь сторонников «решительных мер», а более крупные организации еще в большей мере уязвимы для подобных обвинений. Когда страдает портфель в целом, появляется сильное искушение одним махом решить все проблемы, заменив менеджеров. Глава регионального отделения одной общеевропейской венчурной фирмы в качестве неопровержимого доказательства прогресса своей организации приводил количество исполнительных директоров и финансовых директоров, замененных за последние полгода.

«Инвесторы в панике, — заявляет один бывший генеральный директор, знакомый с вопросом не понаслышке. — Нам ничего не удалось продать. Но с нами никто не хотел вести открытый диалог. Может быть, они видели, что я испытываю опасения, что неприятности могут затянуться надолго. Но вместо того, чтобы помочь, они вдруг начали жаждать моей крови. Самый крупный инвестор решил принять хоть какие-то меры и заменить председателя правления (назначенного самим инвестором). Через два дня новый председатель попросил генерального директора оставить свой пост. Эта тема никогда не упоминалась на заседаниях правления, никто не пытался объяснить, в чем я провинился, и как мне исправиться. Все было сделано тихо. В конце концов все стали обвинять друг друга. Правление заявляло, что во всем виноваты инвесторы, основатель перекладывал ответственность на председателя, тот “валил” все на самого крупного инвестора, инвесторы же вину вину правление».

Компания Арах предприняла исследование, согласно которому так называемые «чрезвычайные раунды финансирования», с заменой или без замены менеджеров, едва ли себя оправдывают. Качество работников, которых можно нанять для спасения бедствующего начинания, невысоко. «Ведутся вечные споры по поводу того, когда следует продолжить финансирование, а когда нужно избавиться от компании», — заявляет партнер Арах Адриан Бикрофт. «Мы выяснили, что при проведении чрезвычайных раундов мы возвращаем свои средства, сумма которых увеличивалась в 1,5 раза, успешные же компании обеспечивали мультипликатор, равный 2,5. Если же мы меняли менеджмент, доходность была еще ниже. От “чрезвычайных раундов финансирования” мало кто выигрывает. Однако следует учитывать человеческий фактор. Вы хотите дать компании еще один шанс. Не желаете признавать свои ошибки. Кроме того, вам бы не хотелось создавать репутацию человека, отступающего от цели при первых трудностях». Некоторые венчурные капиталисты приглашают других партнеров, чтобы те объективно могли оценить необходимость финансирования, поскольку пребывание в роли члена правления мешает посмотреть на ситуацию со стороны.

## Под давлением

Когда все испытывают давление, трения между венчурным капиталистом и предпринимателем могут достичь критической точки. Инженер Дэнни Кемпбелл заявляет: «Венчурные капиталисты никогда не могли понять, что предприниматели нуждаются в поддержке и поощрении, а не в по-

стоянных придирках». Венчурные капиталисты, в свою очередь, обвиняют предпринимателей в упрямстве и нежелании прислушиваться к советам, когда дела идут неважно.

Сэр Дэвид Кукси из Advent заявляет, что после того, как «мыльный пузырь» лопнул, многие главные исполнительные директора не сумели посмотреть правде в глаза. Он говорит: «Когда-то эти люди привлекали огромные суммы денег по смехотворно высоким ценам. Было крайне не просто пробудить их от сна, убедить их, что настала пора позаботиться о собственном выживании. Им льстили высокие оценки. Кроме того, они часто были выходцами из крупных корпораций, так что привыкли распоряжаться значительными средствами. Вы удивитесь, насколько упорно некоторые люди отказываются принимать реальность, когда у них в банках лежат кругленькие суммы». В то же время не так часто встречаются венчурные капиталисты, которым удается в период кризиса сочетать открытость и поддержку с эффективностью.

Вспомним, однако, что инвестор может испытывать давление со стороны своих партнеров, подталкивающих его к «решительным мерам». Многие предприниматели сетуют, что венчурные капиталисты пребывают в панике. Один предприниматель, столкнувшийся с падением продаж, рассказывает: «Наблюдатели неожиданно начали посещать собрания правления. Мы начали делать звонки раз в день, а не раз в три месяца, как раньше. Если паника инвестора станет явной, генеральному директору будет нелегко поддерживать моральный дух команды. Давление будет передаваться, и все начнут совершать ошибки». Возникает вполне законный вопрос, почему венчурные капиталисты столь не приучены к проблемам, учитывая характер их работы. В то же время, если бы все просто подняли лапки кверху и принялись философствовать, то партнеры с ограниченной ответственностью, предоставляющие капитал, имели бы все основания для беспокойства.

Иногда венчурные капиталисты могут вести себя совершенно «бестактно». Один предприниматель, летавший по Европе на самолетах компании easyJet и живший в роскошных гостиницах, пока его компания шла ко дну, неожиданно получил от одного из своих инвесторов чек на крупную сумму за посещение собраний. К слову сказать, эти посещения включали проживание в лондонской гостинице Berkley Hotel и полеты в самолетах первым классом. Некоторые расходы были годовой давности. «Они хотят, чтобы ваша компания преуспевала, они подстегивают вас к тому, чтобы вы сократили траты, счет за гостиницу должен побудить вас к этому». Предприниматель решил, что ему нужно пристыдить зарвавшихся венчурных капиталистов, объявив об их поведении на собрании правления. С точки

зрения предпринимателя, венчурные капиталисты должны были получить по заслугам. Ему было заявлено, что это забота акционеров, а не правления. В конце концов, он встретился с каждым инвестором отдельно и договорился об оплате половины расходов.

Кроме того, иногда давление проявляется в принуждении к выходу. Спрей доказывает, что стремление венчурных капиталистов принудить подопечную компанию к выходу является еще одним мифом: «Американский опыт показывает, что, как правило, предприниматели больше заинтересованы в выходе, чем венчурные капиталисты. Последние скорее склонны продолжать работу компании, поскольку исходят из портфельного подхода. Богатство же предпринимателей, как правило, полностью зависит от конкретной инвестиции».

И снова предприниматели свидетельствуют об обратном. Босс одной европейской частной фирмы, связанной с разработкой программного обеспечения, рассказывает: «Мы можем построить великолепную компанию, я в этом убежден. Но, я знаю, что есть и другие мнения. Инвесторы нашептывают мне: “Вы прекрасно поработали в последнем квартале. Нашелся один покупатель на вашу компанию”. Я им отвечаю так: “Вы хотите, чтобы я построил великую или просто хорошую компанию? Я ведь могу и то, и другое. Так что решайте”. Компанию можно было сбыть за несколько сотен миллионов евро. Венчурная фирма произвела недавно несколько крупных списаний, а также произвела несколько выходов. Это дилемма. Я понимаю все стороны».

Холт из Quidnunc рассказывает о другом аспекте принуждения к выходу. Компания была основана в 1988 г. и в течение десятилетия развивалась вполне естественным образом. К внешнему финансированию она впервые прибегла в октябре 1999 г., а затем два года спустя — в ноябре 2000 г.: «Мы хотели выйти на американский рынок, что, как ясно теперь, было ошибкой. Однако нам нужно было стать крупнее и преобразоваться в публичную компанию. Наши клиенты, особенно в США, спрашивали нас: “Что не так с вашей компанией? Почему вы не выходите на публичный рынок?”» Единственное, чего не понимали предприниматели, так это то, что их участь была предрешена за них. «Венчурные капиталисты начинали строить планы. Вероятно, они готовились ждать довольно долго, однако им нужно было отчитываться перед своими партнерами с ограниченной ответственностью. Но вот стало трудно, а затем и вовсе невозможно произвести IPO. Венчурные капиталисты были разочарованы куда больше нас. Они больше не могли ответить на вопрос, как им произвести выход. На заседаниях правления самым главным стал вопрос о продаже компании. Стратегические дискуссии свелись к одной теме: достижение выхода. Мы



---

настаивали на том, что здесь нет ошибки менеджмента. Так сложилась ситуация на рынке».

Понимание потребности венчурных капиталистов в выходе является важной частью вашего противостояния. Кроме того, это часть базовой сделки. Чем больше доверия и чем более открыты отношения между вами, тем меньше шансов остается для неприятных сюрпризов.

## Понижающие раунды

У всех с губ слетали слова упреков и жалоб. Собрания проходили чрезвычайно бурно.

Макей, по поводу окончания  
«тюльпановой мании» в Нидерландах

ВЫ, ВОЗМОЖНО, ДОСТИГЛИ всех промежуточных целей, точно следовали плану, работали по 18 часов в сутки. Но вот приходит пора очередного раунда финансирования, и инвесторы заявляют вам, что раунд будет «понижающим». Любое последующее финансирование потенциально обладает разбавляющим эффектом. Однако понижающие раунды болезненны по своей природе, поскольку оценка компании оказывается ниже, чем в предыдущем раунде. Очевидно, что чем она ниже, тем больше разбавляющее воздействие этого раунда. Понижающие раунды характерны для ситуации, когда публичные рынки переживают стремительный спад и компании больше не могут привлекать новые средства по цене, хотя бы близко напоминающей предыдущую, — независимо от того, сумели ли они достичь запланированных целей (впрочем, в условиях спада этого не удается многим).

Разумеется, чем более отчаянно компания нуждается в деньгах, тем меньше она может рассчитывать на высокие оценки. Кроме того, баланс сил определяется еще и желанием инвесторов сохранить свою долю участия на прежнем уровне. Команда находится в положении приговоренного к казни, так что ее позицию на переговорах не назовешь особо выигрышной. В худшем случае перед ней стоит простая дилемма: соглашаться на самые

неприятные условия или же готовить себя к банкротству. Арифметика здесь довольно груба. Я слышала об одном случае, когда доля основателей на предыдущем раунде составляла 40% при оценке постинвестиционной стоимости в 54 млн долл. Понижающий же раунд привел к сокращению доли до 0,4% при оценке в 575 тыс. долл. Если условия финансирования оказываются столь тягостными, то иногда подобное положение дел называют «выдавливанием» (sram-down).

Хотя компания действительно чувствует себя сжатой в тисках, венчурных капиталистов также лихорадит, и менее опытные из них не могут этого скрыть. Мало кто думает о новых сделках — теперь инвесторов больше заботит, какие компании достойны дальнейшего финансирования, а какие придется отправить на все четыре стороны. Многие чувствуют себя весьма непривычно в условиях кризиса. Один венчурный капиталист заявил своим партнерам с ограниченной ответственностью на ежегодной встрече в 2001 г.: «Мы ликвидировали все эти начинающие компании с неправильной моделью бизнеса, и теперь мы можем сосредоточиться на инвестициях, за которые мы переплатили».

Некий предприниматель, занимающийся привлечением средств, рассказывает о перечне условий, который он получил по факсу. Условия предлагались самые неприятные для основателей, а преимущественные права при ликвидации предполагали право на пятикратный возврат вложенных средств. Компанию заранее предупредили, что стоит ожидать весьма жестких условий, поскольку «партнеры с ограниченной ответственностью следят за нашими перечнями условий». Полученный же перечень требовал от компании, помимо прочего, весьма амбициозной сделки с корпорацией Cisco, которая должна была приобрести программное обеспечение компании. Венчурный капиталист уже провел полуторачасовые телефонные переговоры с Cisco по этому деликатному вопросу, однако предприниматель искренне опасался, что этот звонок вряд ли помог делу. Надежду не внушало и то, что в течение двух недель после получения перечня условий невозможно было найти ни одного представителя венчурной фирмы. «Я полагал, что они могли бы вести себя более тактично, — заявляет предприниматель, не испытывающий особого оптимизма по поводу будущего компании, — команда и без того обессилена. Неужели венчурные капиталисты не могут этого понять? Тогда какой от них толк?»

В то же время инвесторы, заседающие в правлениях, чувствуют себя весьма неловко. Чьи интересы им следует защищать — компании или фонда? Хотя правление должно заботиться об интересах всех акционеров, у венчурного капиталиста появляется сильное искушение в большей

степени отстаивать интересы фонда. Генеральному директору приходится следить за тем, чтобы собрания правления не превращались в ссоры разъяренных гусей (что, впрочем, легче сказать, чем сделать).

Теперь у венчурных капиталистов в руках есть все рычаги, чтобы потребовать для себя самых выгодных условий за свои деньги. Эти условия могут включать защиту от разбавления с «храповым эффектом», а также высокий мультипликатор денежных средств при ликвидации, т. е. все механизмы, оберегающие венчурных капиталистов от воздействия понижающихся оценок (разумеется, за счет существующих акционеров). Инвесторам, добившимся на предыдущих раундах выгодных условий (например, защиты от разбавления с «храповым эффектом»), в случае рефинансирования, возможно, придется отказаться от своих привилегий. Это рынок, где условия диктует покупатель с «новыми деньгами», ему-то и достанутся самые выгодные условия защиты. Хотя, разумеется, существующие инвесторы, по меньшей мере сохранят свое место у общего стола благодаря собственным жестким условиям.

Завышенные преимущественные права при ликвидации также могут оказаться орудием в противоборстве с существующими инвесторами, не желающими вкладывать дополнительные средства или просто не располагающими таковыми. По сути, существующие инвесторы должны смириться с потерей своих денег, поскольку все доходы достанутся новым инвесторам. Забавно, что отчасти это может помочь «старым» инвесторам. Если фактическая стоимость их инвестиций понизилась вследствие преимущественных прав при ликвидации, которых добились новые инвесторы, а не вследствие эффектов разбавления, то они могут не сообщать об этом своим партнерам с ограниченной ответственностью. (Партнерам с ограниченной ответственностью принято сообщать об изменениях в оценке, а не в структуре капитала.) В конечном счете, все эти старания приводят лишь к увеличению напряжения. Венчурным капиталистам следовало бы показать, что излишества бума их хоть чему-то научили, они же в своем стремлении обезопасить себя плодят мириады новых проблем.

Понижающие раунды можно разделить на два основных вида. В одних случаях в финансировании участвуют новые инвесторы, в других («внутренние раунды») — нет. Предпринимателю стоит приложить все усилия, чтобы привлечь свежие средства, поскольку таким образом он сможет добиться справедливой рыночной цены. Однако в условиях, когда венчурные капиталисты с большим подозрением относятся к сделкам своих коллег, вам придется сильно потрудиться. При выборе нового инвестора приложимы те же самые принципы, которые использовались в более благоприятных

рыночных условиях. Главное правило состоит в том, что следует стремиться не к максимальной цене, а к сочетанию добротного качества самого венчурного капиталиста и наиболее выгодных условий. Приготовьтесь, однако, к бурным дискуссиям. Придется иметь дело по меньшей мере с тремя источниками конфликтов — новыми инвесторами, существующими инвесторами и менеджерами. Интересы всех этих сторон весьма различны. У вас появится меньше поводов для головной боли, если существующие инвесторы захотят произвести реинвестирование, чтобы сохранить долю своего участия неизменной.

Зачастую попытки нового финансирования проваливались, поскольку существующие инвесторы по тем или иным причинам не желали вкладывать дополнительные средства, предпочитая банкротство дальнейшему разбавлению своих позиций. Почему? Возможно, здесь играет свою роль самолюбие. Более того, фонд может пересмотреть свои оценки и решить, что разница между сильным разбавлением и списанием не так уж значительна. В эпоху спада многие инвесторы оказались не в состоянии вновь раскрыть свои кошельки, даже если они и хотели этого. Многие не пожелали вкладывать дополнительные средства, чтобы поддержать существующие инвестиции, и их пришлось исключить из списка потенциальных инвесторов.

Еще одной категорией «неудобных» инвесторов являются инвестиционные банки и крупные корпорации, живо вышедшие с рынка, стоило разразиться кризису. Венчурные капиталисты кляли себя за то, что привлекали весьма состоятельные, как предполагалось, организации к раннему финансированию, забыв о том, что вместительный карман не всегда сочетается с крепкими нервами. Поведение «профессиональных» венчурных капиталистов в новых условиях также заставило многих понервничать. Некоторые фирмы отказались иметь дело с компанией 3i после того, как она уволила 17% своего персонала, значительно уменьшила свое присутствие в технологическом бизнесе и сократила поддержку своим портфельным компаниям. Синдикаты с участием американских инвесторов, отказавшихся впоследствии от операций в Европе, столкнулись со сходными проблемами.

## Внутренние раунды

Цена раунда, очевидно, находится в руках венчурного капиталиста. Если никакой конкуренции не существует и в финансировании участвуют не более двух инвесторов, то теоретически нет никакого нижнего предела для

цены. Венчурные капиталисты знают, что последующее финансирование крайне опасно. Один из них так объясняет свое понимание вопроса (с логической точки зрения несколько сомнительное): «Венчурные капиталисты знают, что лишь немногие инвестиции оказываются успешными, однако прикладывают все силы, чтобы не ошибиться. Именно поэтому мы неплохо себя чувствуем, производя все эти “выдавливания”». Часто многое зависит от сплоченности синдиката. Многие компании, имевшие все шансы на выживание, не получили дальнейшего финансирования, поскольку члены синдиката не смогли договориться.

Пусть у нас имеется компания, в которую ранние инвесторы вложили небольшую сумму денег, скажем, 5 млн евро за 30% компании. Последующие же инвесторы заплатили 20 млн евро за 40%. Теперь компания стремится провести третий раунд финансирования, однако «внешние инвесторы» не проявляют никакого желания участвовать в сделке. Два существующих инвестора имеют совершенно различные интересы. Например, поздние инвесторы, возможно, обладают предпочтением при ликвидации с трехкратным увеличением вложенных средств. Это означает, что ранние инвесторы не получают ничего, если компания будет продана менее чем за 60 млн евро. В то же время если синдикат более-менее сплочен и предприниматель хорошо поработал, то любой разумный венчурный капиталист не захочет его разочаровывать. «Все зависит от отношения к людям», — заявляет один венчурный инвестор. Если у вас налажены хорошие отношения со своими венчурными капиталистами, они не станут подставлять вас под удар. Однако, если вы всегда пытались их надуть, разговор будет иным».

Единственным рычагом влияния, которым вы располагаете, является ваша ценность в глазах венчурного капиталиста. Кроме того, играет роль ваша готовность встать и уйти, если условия окажутся чересчур жесткими. Если в ходе внутреннего раунда все сохраняют свое прежнее долевое участие, то оценка теоретически уже никого не заботит, поскольку относительный вклад каждого участника остается неизменным. Однако основатели едва ли имеют деньги для сохранения своих долей, так что они подвергнутся разбавлению в любом случае. Одним из способов удовлетворить интересы менеджеров, когда их обыкновенные акции перестают что-либо стоить, является предоставление им щедрой порции опционов.

Генеральные директора должны добиваться увеличения пула опционов, чтобы в дальнейшем иметь возможность привлекать в команду сильных игроков. В условиях сильного разбавления доля пула опционов может упасть с 25% до 1%. В этом случае следует настаивать на создании нового пула. Будьте внимательны к условиям передачи прав на опционы. Как

правило, менеджеры могут рассчитывать на получение 25% по прошествии года, а затем 6,25% каждые три месяца. Убедитесь, что при создании нового пула «часы» не запущены с исходной точки и график передачи следует «отсчету» старого пула. В то же время всегда остается проблема: опционы выдаются на обыкновенные акции, которые в текущих условиях почти ничего не стоят. Немногим предпринимателям удастся добиться опционов на привилегированные акции или на специальный класс акций для работников. Венчурные капиталисты будут сопротивляться этому и настаивать на том, чтобы дискуссия по этому поводу была отложена до момента продажи. Естественно, другие виды держателей обыкновенных акций — «бизнес-ангелы», основатели, не участвующие в работе компании, — и вовсе не имеют никаких рычагов влияния, и, если им не удастся вложить средства в дальнейшее финансирование, они подвергнутся самому сокрушительному разбавлению.

## «Мост», а не «волнолом»

Внутренние раунды финансирования иногда служат для того, чтобы выиграть время в поисках нового инвестора. В таком случае один или два существующих инвестора могут предоставить промежуточный кредит, своего рода «финансовый мост», который, возможно, будет преобразован в акции со скидкой по отношению к цене следующего раунда. Это позволяет до поры до времени отложить обсуждение оценки. Кроме того, теоретически ко времени нового раунда стоимость компании может возрасти. Конечно, если следующий раунд также окажется понижающим, конверсия такого кредита может вызвать весьма сильный разбавляющий эффект. В прошлом встречались кредиты со скидкой, доходящей до 30%. Венчурный капиталист мог бы заявить, что для него это — невыгодные условия, поскольку компании, возможно, не удастся собрать новые фонды. Однако на «медвежьем рынке» нового инвестора также может отпугнуть такая большая скидка, поскольку он задастся вопросом, почему заимодавец имеет право платить меньше, чем он.

«Кредит должен быть “мостом”, а не “волноломом”, — посоветовал один предприниматель. — Другими словами, будьте реалистичны и убедитесь, что у вас будет достаточно денег, чтобы протянуть до следующего раунда».

Фолис из ОВЕ советует: «Вы же не хотите испытывать постоянное напряжение, оттого что у вас кончаются деньги. Вы можете доверять только своему внутреннему чутью, определяя сроки и размер кредита».

Очевидно, что понижающие раунды технически весьма сложны и допускают множество сценариев развития событий. Ниже приведены три примера, которые должны проиллюстрировать то, каким образом извращенная система прав акционеров может настроить инвесторов против компании, а также инвесторов против инвесторов и привести к весьма взрывоопасной ситуации.

## Политика

Хотя привлечение внешнего инвестора может усилить вашу позицию на переговорах, их ход вряд ли будет простым. «Работа с инвестором — это политика, — заявил один генеральный директор, имевший за плечами множество раундов финансирования. — В моей прошлой сделке участвовали четыре стороны». Перечислим их:

Менеджеры и исполнительные директора

*Младшие инвесторы (L).* Это инвесторы, принимавшие участие в «семенном раунде» заодно с фирмами, не пожелавшими принять участие в дальнейшем финансировании.

*Основные инвесторы.* Они включают ведущего инвестора последнего раунда [M2], а также еще одного раннего инвестора [M1], который в этом раунде вложил больше, чем требовало поддержание его доли.

*Новый инвестор [N],* вложивший средства по условиям сделки о слиянии. Поскольку предприятие нового инвестора испытывает серьезные трудности, его позиции на переговорах значительно слабее, чем у M1 и M2.

По словам предпринимателя, главным в политике является умение не попасться самому:

— *Вы спрашиваете себя, как переиграть их: дать им то, чего они просят, и не остаться в накладе самому? Прекрасно, спросите себя: кто за кого? Инвесторы M1 всегда играют в одну и ту же игру. Они считают себя «хорошими полицейскими». Они, должно быть, считают меня идиотом. Они говорят: «Инвесторы M2 не одобряют этой сделки, они не так давно произвели инвестицию, как нам их переиграть? Может, дать им большую долю? Они подвергнутся не такому большому разбавлению». Конечно, инвесторы M1*



*хотят тех же условий, что и инвесторы М2. Таким образом, разбавление произойдет за счет кого-то другого, вероятно, меня и менеджеров. Так с кем мне объединиться? Как ни забавно звучит, — с новым инвестором. Может, я смогу шепнуть ему на ушко: «Вы должны просить Х». Это устроит и меня, и его, но сам я не могу этого требовать.*

*Всегда ведутся тайные обсуждения подобных вопросов. Каждый говорит с каждым, оценивает ситуацию, пытается заключить сделку.*

*Таким образом, я посоветовал инвесторам N требовать более низкого ликвидационного порога [оценка компании, при которой преимущественные права при ликвидации начинают действовать. Оптимистичные настроения эпохи «мыльного пузыря» приводили к весьма завышенным значениям ликвидационного порога].*

Предприниматель указал, что в интересах инвестора N, чтобы преимущественные права при ликвидации *не вступили в силу*. Инвесторы М1 и М2 обладали более сильными позициями на переговорах, поскольку инвестор N хотел большей доли, чем компания, так что их преимущественные права при ликвидации были куда выгоднее. В данных условиях, если компания не будет продана за крупную сумму, то процессом будут заправлять инвесторы М1 и М2. Однако если ликвидационный порог снижен, скажем, до 20 млн евро, а компания продана за 21 млн евро, то пирог будет поделен в соответствии с долей каждого. Догадайтесь, кто еще выигрывает от этого? Это будут генеральный директор и менеджеры (обладающие только обыкновенными акциями и опционами на обыкновенные акции).

Кроме того, ему удалось снизить процент голосующих, необходимый для преодоления вето, а также сократить список действий, которые инвесторы имели право запретить, включая привлечение новых фондов. Он вспоминает: «Я сказал N: “Вы хотите спрашивать их разрешения, если вам понадобится привлечь больше средств?” Необходимая доля голосующих была снижена до 51% — и это дало мне значительный простор для маневров».

## Печальная история компании Reef

Когда компания Reef, разрабатывавшая программное обеспечение для управления контентом, только начинала свой путь, казалось, ее ждут самые радужные перспективы. И все же быстрый рост, подстегиваемый обильными вливаниями со стороны известных инвесторов (компанией было получено почти 90 млн евро), сменился стремительным спадом (после получения пакета финансирования 30 млн евро). История компании являет пример того, какой опасности подвергается будущее компании, если профессиональные

инвесторы вступают в склоки друг с другом. Однако в условиях «бычьего рынка» инвесторы строили амбиционные планы, подпитываемые щедрой финансовой поддержкой. Когда же условия изменились, планам суждено было остаться неосуществленными.

Компания Reef была учреждена в 1999 г. бельгийцем Филиппом Браверманом, некогда попавшим в список 25 самых влиятельных людей в европейском технологическом бизнесе журнала *Time*. Браверман, когда-то отвечавший за европейский и азиатский регионы в корпорации Cisco, умел очаровывать людей, и венчурные капиталисты преодолели свое извечное отвращение к семейному бизнесу (соучредителем и вице-президентом по стратегии и развитию была Сесиль Ферон, партнер Бравермана, а директором по технологиям — ее отец).

Компания Reef, занимавшаяся программным обеспечением для управления контентом для нетехнологических компаний, привлекла внимание многих известных инвесторов, включая Goldman Sachs, 3i, Viventures и Cisco. Перед компанией поставили задачу крепко встать на ноги, что предполагало строительство довольно дорогостоящего «фундамента», включая команду американских продавцов. В середине 2000 г. штат компании составлял около 340 человек. Однако к концу того же года финансовые отчеты показали убытки в 41 млн долл. при выручке примерно в 11 млн долл. Согласно записке, представленной в правление Reef в конце 2001 г., выручка упала на 32%. Впрочем, финансовый директор полагал, что виной тому усилия по привлечению средств, отвлекавшие от основной работы. На конец года кассовый остаток компании составил 2526 долл. Однако к концу февраля 2002 г. компании удалось в ходе очередного раунда финансирования (серия E) привлечь еще 30 млн долл. Впрочем, часть суммы должна была пойти на выплату промежуточного кредита, так что в распоряжении компании оставалась только часть выделенных средств. Ведущим инвестором раунда (с помощью советников SG Cowen) была американская фирма Carlyle, обладающая одним из самых больших технологических фондов в Европе.

Компанию Carlyle представлял Михаэль Ванд, уважаемый аналитик из Deutsche Bank. Браверман вдохновенно рассказывал мне, что участие Cisco вдохнет в компанию новую жизнь. Впрочем, навыки новых инвесторов скорее бы пригодились при подготовке к IPO, чем в ситуации, когда компанию нужно было вытаскивать из глубокой пропасти. Условия последнего раунда предполагали защиту от разбавления с «полным храповым эффектом», преимущественные права при ликвидации с мультипликатором, равным 2,5, а также кумулятивные дивиденды. Оценка же после конвертации промежуточного кредита составляла

2 млн долл. Инвесторы, которые предпочли воздержаться от участия в раунде, были вынуждены наблюдать, как их вклады превратились почти в ничто. Инвесторы раунда D, которым руководила компания Goldman Sachs, пережили уменьшение своей доли с 23 до 0,5% (у Goldman конечная величина составила 0,16%). «Это — просто еще одно очередное выдавливание», — скажете вы.

К началу июля того же года компании пришлось начать процедуру банкротства. По-видимому, компании просто-напросто требовалось больше денег, но склоки в рядах инвесторов привели к ее развалу. Отрицательную роль сыграло и то, что фирма Zi, технологический портфель которой был в самом бедственном положении, централизовала процесс принятия финансовых решений. (Хотя Браверман сам в начале года выбрал амстердамский офис компании, который осуществлял инвестицию, как особо дружелюбно настроенный.) Французский банк, потенциальный новый инвестор, занервничал и отказался от сделки. В результате, имела компания перспективы или нет, стало относительно неважно.

## Дневник понижающего раунда

Марк Састер, бывший консультант в области менеджмента, начал свою деятельность в BuildOnline в качестве генерального директора летом 1999 г. Хотя ранее он никогда не испытывал ни малейшего интереса к строительной отрасли, ему удалось доказать, что он способен построить работающую в этой отрасли компанию. Он еще не знал, что вскоре ему предстоит получить уроки «предпринимательства в период депрессии» (выражение самого Састера) и даже, в отличие от многих, удержаться на плаву.

Привлечение средств в рамках серии B, начатое в июле 2000 г., закончилось в апреле следующего года. Предыдущий раунд закончился в начале 2000 г., когда индекс NASDAQ поднялся до пикового уровня 5000 (в период «мыльного пузыря»); к осени следующего года индекс упал до 1600 и настроения кардинально переменились. «В первой половине 2000 г. все было возможно», — рассказывает Састер. «Мысль о том, что компания может потерпеть крах, просто не приходила никому в голову. Все рассчитывали на IPO. Никто не думал о неудаче. Во второй половине года разразился кризис интернет-компаний. Састеру пришлось пройти через два раунда увольнений, отпустить друзей, которых он с трудом выманил со своих высоких постов, и пережить уход инвесторов, вздрагивающих при каждом колебании NASDAQ. Ниже представлены уроки, которые он извлек из своего опыта.

◆ *Будьте циничны*

«Венчурные капиталисты (существующие инвесторы) заявляют, что они всегда будут вас поддерживать. Постепенно вы узнаете, что это утверждение — полная ерунда. Один инвестор говорил мне: “Мы будем финансировать вас, что бы ни случилось”. Я сказал: “Так дайте мне денег прямо сейчас”. — “О, мы ждем, пока другой инвестор примет решение. Тогда мы пойдем в наш инвестиционный комитет и попросим денег”».

◆ *Играйте в покер*

«Думайте о том, какие карты находятся в вашем распоряжении, и никому их не показывайте».

◆ *Не хвастайтесь своей оценкой*

«Понижайте оценку, устройте соперничество, если возможно. Если бы я снизил оценку в сентябре (в начале кампании по сбору средств), я бы получил в три раза больше». В конце концов, ему удалось добиться цены, которая составляла 60% оценки первого раунда (она, в духе эпохи бума, была в 9 раз выше оценки «семенного раунда»).

◆ *Осознавайте, чем вы располагаете*

«Если вы — хороший генеральный директор и они уважают вас, то вы можете извлечь некоторую выгоду из того, что вы нужны им. Но эту карту нужно разыгрывать профессионально. Если вы слишком задаетесь, они решат, что вы — пустышка, и подумают о других возможностях. Это искусство».

◆ *Начинайте как можно раньше*

«Венчурные капиталисты — мастера откладывать решение. Чем больше они тянут, тем проще им прижать вас к стенке, поскольку вы приходите в отчаяние. Никто из них не говорит «нет». На растущем рынке у вас в руках больше козырей. Когда рыночные условия жестки, венчурные капиталисты сильнее вас. Это суровый бизнес, и им платят вовсе не за то, чтобы быть приятными во всех отношениях, хотя я думаю, что мне пришлось иметь дело с самыми приятными из них».

В сентябре 2000 г. Састер чувствовал себя вполне уверенно, полагая что ему удалось добиться выделения 35–40 млн евро по оценке, чуть более вы-

сокой, чем в предыдущем раунде. Первые признаки надвигающейся беды появились, когда NASDAQ за две недели упал примерно на 14%. Шведский инвестор, уже готовый произвести инвестицию на 12 млн долл., отказался от своего решения: «Это был удар для меня, поскольку они уверяли, что инвестиция уже утверждена. Таким образом, оставалось еще 3–4 инвестора, да и те были готовы в любой момент обратиться в бегство. Они не знали, что делать. Следует ли им защищать существующую инвестицию? Не делать ничего? Как насчет цены? Они постоянно думали о выходе».

Наступил День благодарения, и Састер решил устроить себе отпуск — впервые за шесть лет. Группа, включающая его мать, брата и сестру, должна была отправиться на Гавайи. В 11 часов ему пришлось отказаться от своих планов. Корпоративный инвестор, обещавший предоставить 18 млн евро, начал колебаться. Компания уже провела процедуру «дью дилидженс», и старший администратор согласился на сделку. Однако в переговоры неожиданно был введен его более юный коллега, который решил пересмотреть условия. Састер утверждает: «Они хотели добиться более низкой оценки, но я знал, что этого не случится».

Он вылетел в Нью-Йорк для встречи с главным директором по инвестициям компании ETF, которая была самым сильным из оставшихся претендентов. «Я сказал им: “Да, рынок изменился, но перед нами все еще открываются прекрасные перспективы. Мы в двух шагах от сделки с Valfour Beatty\*. наших конкурентов никто не финансирует. Мы уже начали переговоры с iscraper\*\* (которая финансировалась Арах, а затем была ликвидирована по приказу суда с приобретением ее германских операций компанией BuildOnline)”. Я согласился понизить оценку на 20%. Пойдут ли они на это? Это был напряженный момент. Директор по инвестициям дал устное согласие и пообещал добиваться утверждения в инвестиционном комитете. Я полагаю, что спас тогда сделку. Это всегда риск, когда вы идете напрямую, в обход людей (в данном случае это команда ETF, которая руководила сделкой)».

Затем он полетел в Париж для переговоров с французской компанией на тему слияния. «Ситуация была похожей. Вы должны были поговорить с венчурными капиталистами, со стратегическим инвестором, а также с вашими конкурентами — и все это с бодрым выражением лица. Привлечение средств шло успешно, но что было бы, если бы мы не занимались привлечением средств?!»

\* Транснациональная строительная и консалтинговая промышленная группа, базирующаяся в Лондоне. — *Прим. пер.*

\*\* Израильская компания, интегратор решений в модели B2B для строительной отрасли. — *Прим. пер.*

Тем временем Састеру пришлось утихомиривать взбунтовавшихся инвесторов: «Это была битва между новыми инвесторами, существующими инвесторами и командой менеджеров. Новые деньги диктуют условия — это фундаментальный принцип». Однако в возникшей склоке ключевую роль сыграла американская фирма GRP, которая была ведущим инвестором предыдущего раунда. Это являет пример того, как инвестор, обладающий привилегиями, может добиться на переговорах своего, даже не реализуя свои права в полном объеме. Первые инвесторы BuildOnline грозились заблокировать раунд, который становился понижающим. «Вам приходится туго, если вы сначала оставляете с носом ранних инвесторов, а потом просите у них денег», — говорит Састер.

Хотя Састер полагает, что инвесторы блефовали, переговоры все-таки зашли в тупик. В тот момент инициативу взял на себя Ив Систерон, управляющий партнер GRP. Некогда он был адвокатом, и у него был опыт выхода из запутанных ситуаций. Састер вспоминает: «Когда-то помещение было забито его коллегами по GRP. Но лишь у него были настоящие полномочия. Он мог представлять GRP. Когда среди других инвесторов у вас есть ребята из крупного инвестиционного банка, у них нет шансов протолкнуть свое решение на десять ступеней вверх по иерархической лестнице, особенно когда инвестиции в технологический бизнес вышли из моды. Когда же в дело вмешался Ив, оно сдвинулось с мертвой точки. Он сидел и подгонял людей. Инвесторы очень раннего этапа не имели желания поддерживать свою инвестицию, но у них была возможность заблокировать новые раунды финансирования, чтобы попытаться уменьшить разбавление. Инвесторы позднего этапа говорили: “Идите вы к черту...” Буквально».

Систерон же заявлял: «Я имею право использовать мою защиту от разбавления. Но я забуду о ней, если вы произведете инвестицию. Выбор прост. Что лучше: иметь 30% от компании, которая потерпела крах, или 0,5% от компании, которая стоит хоть что-то?» Однако ранние инвесторы возражали: «Но это мы привели компанию к этому уровню». Систерон отвечал на это: «Слушайте, компания сейчас не стоит ничего. Она будет стоять хоть что-то, если мы вложим в нее свои деньги». В конце концов ранние инвесторы поддержали сделку. «Я чувствовал, что ребята из GRP были правы. Они пошли на множество уступок, — говорит Састер. — Кроме того, они оказывали значительную поддержку. В то время как другие инвесторы оставались в стороне и подсчитывали свои денежки, работники GRP оставались в офисе до утра и работали над бесчисленными таблицами, просчитывая эффекты опционов, варрантов, защиты от разбавления и т. д. Они знали, как подействует любой

из рычагов, за которые они могут дернуть. В венчурном бизнесе деньги определяются подробностями, а GRP были невероятно внимательны к этим подробностям».

И все же давление не уменьшалось. Оценка продолжала падать по мере ухудшения общей ситуации, и венчурные капиталисты начали подталкивать компанию к сокращению издержек. Один инвестор хотел получить список работников, от которых планировалось избавиться. Састер, обоеспкоенный влиянием, которое могут оказать на рынок плохие новости, не собирался идти навстречу этому требованию, пока не закончился раунд финансирования. Его зарплата составляла уже треть от того, что он получал в Accenture. Теперь ему пришлось два месяца жить без зарплаты — только для того, чтобы удержать команду на плаву. И все же стервятники уже кружили у него над головой. К тому времени значительное влияние приобрела ETF. «Сначала у них не было никакого влияния, потому что инвесторов было много. Мы собирались привлечь 40 млн долл. После того как уже два инвестора отказались от участия, ребята из ETF стали сознавать, какое влияние они приобрели. Когда в GRP приняли решение предпринять новую инвестицию, увеличивающую долю GRP в компании, они решили объединиться с ETF, чтобы вытребовать более жесткие условия». В какой-то момент были предложены преимущественные права при ликвидации с мультипликатором, равным 3. Састеру удалось уменьшить эту величину до 1,4.

Наконец, наступил день, когда ему пришлось хорошенько подумать о том, что он будет делать в случае ликвидации. Састер полагал, что все деньги уже собраны и сделка близится к завершению. А индекс NASDAQ продолжал падать. Неожиданно предполагаемые вложения уменьшились на 2 млн долл. Один инвестор, пообещавший увеличить долю своего участия, дал задний ход и решил внести меньшую сумму. В тот же день из игры вышел еще один мелкий инвестор. Ради таких сумм в 2000 г. никто не стал бы вставать с кровати. Когда Састер решил привлечь промежуточный кредит, это решение получило одобрение инвесторов. «Я не верил, что они за это проголосуют», — говорит Састер.

В тот вечер Састер говорил с Пьером Мореном, партнером GRP. «Я видел ситуации и похуже, — сказал Морен. — Сделка состоится. Не падайте духом, Марк, это — игра в покер. Не позволяйте людям читать у вас на лице. У вас есть в руках карты. GRP любит покер». «Кто бы еще, — спрашивал себя Састер, — стал бы давать мне этот совет?» Из этой сделки он извлек для себя еще один урок: «Когда вы работаете главным исполнительным директором, то вашей единственной силой является эффективность. Если вы хороший работник, вы можете кое-чего требовать. Вы им нужны. В то

же время, если вы им нравитесь, но им нужно вас оставить в дураках — для пользы дела, — они так и поступят».

## Библиография

**Маккай С.** (originally published 1841) *Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds*, (1995 edn.), Wordsworth Editions Ltd, Hertfordshire.



## Выход

...но славным было наше расставанье.

Шекспир, *«Юлий Цезарь»*, 1599 г.

ВСЕ, ЧЕМ ВЛАДЕЕТ ВЕНЧУРНЫЙ КАПИТАЛИСТ, предназначено на продажу. Смысл его жизни — вернуть деньги или хотя бы акции своим партнерам с ограниченной ответственностью. Выход, кроме того, дает ему право на получение фиксированного процента вознаграждения или, по крайней мере, позволяет рассчитывать на него. Если венчурному капиталисту удастся достичь выхода, это становится важной промежуточной целью и для предпринимателя, даже если он остается привязанным к своей компании (как в случае с первоначальным публичным предложением). Далее мы расскажем о том, чего следует ожидать, особенно с точки зрения отношений с вашим инвестором. В сущности, вам предстоит не так уж много хлопот в связи с этим событием, поскольку к этому моменту вы будете окружены армией консультантов (а может быть, на этой стадии уже передадите свои полномочия новым менеджерам).

### Первоначальное публичное предложение (IPO)

Когда-то выход на публичный рынок считался чем-то вроде ритуала «инициации» для молодой компании. Это событие говорило о том, что

вы достигли своей цели. Теперь же, когда крайности «технологического пузыря» остались позади, а вслед за ними успели отгреметь корпоративные скандалы, большинство исходит из того, что первоначальные публичные предложения происходят редко. И все же рано или поздно, с появлением очередного модного сектора, «окно IPO» для реальных компаний приоткрывается снова. Впрочем, опыт конца 1990-х годов показывает, что эти окна захлопываются довольно быстро, так что ловите момент, если уж вы нацелились на IPO. Другой, еще более важный, урок состоит в том, что этот путь не знает дороги назад. Хозяева компаний, вышедших на публичный рынок в период бума, по сути, совершили ошибку. Они столкнулись бы с серьезными проблемами, даже при отсутствии широкого краха доверия на фондовых рынках.

Первоначальное публичное предложение компании Netscape состоялось в 1995 г. Это был период, когда американские публичные рынки начали вести себя подобно венчурным капиталистам и давали многомиллиардные оценки 12–18-месячным начинающим компаниям, не заработавшим пока ни цента. Если верить Майклу Льюису (Michael Lewis, 1999), то среди причин, по которым компания Netscape пошла на первоначальное публичное предложение, была и такая: один из основателей компании, Джим Кларк, присмотрел себе яхту и очень нуждался в деньгах для воплощения своей мечты. Достаточно было фирме Freeserve в августе 1999 г. попасть в биржевой листинг, чтобы Европу накрыла запоздавшая и непродолжительная волна «доткомовской» мании.

В то же время IPO всегда были желанной целью для компаний, поддерживаемых венчурным капиталом. Именно первоначальные публичные предложения, по крайней мере в США, приносили самые большие доходы, включая такие компании, как Apple, Cisco, eBay. Даже в Европе, которой еще только предстоит создать функционирующий рынок для растущих компаний, IPO таких фирм, как Autonomy (финансируемой Arah), Intershop и Brokat (обе финансировались холдингом Technologieholding), обеспечили венчурным инвесторам весьма солидные поступления. Самая большая загвоздка заключается в том, что рынок IPO является весьма капризным, непредсказуемым и неустойчивым созданием. Он всегда «либо перегрет, либо переохлажден», как любит выражаться профессор финансов Флоридского университета Джей Риттер.

В 1999 г. средний «скачок» («рор») в первый день (т.е. разница между ценой, по которой акция первоначально предлагалась, и ценой закрытия в конце первого дня продаж), составлял 70,9%. Акции сайта «горящих» туристических путевок Priceline за первый день торгов поднялись в цене с 16 до 68 долл. за акцию, что обеспечило компании капитали-

зацию в размере 10 млрд долл. Это больше стоимости авиакомпаний United, Continental и North West вместе взятых. Онлайн-бакалея Webvan в момент проведения IPO прогнозировала убытки в размере 500 млн долл. в следующие три года. Это не помешало рынку оценить ее в 8 млрд долл. Конечно, мы теперь знаем, что перегретый рынок принес с собой множество неприглядных методов — возникли: аналитики, расхваливающие акции, которые они сами считали «макулатурой», инвестиционные банкиры, сбывающие «горячие» выпуски своим «излюбленным» клиентам.

Но вот «пузырь» лопнул, и «окно» наглухо зарылось. В июле 2001 г. германская биржа Neuer Markt, когда-то раскаленная добела, пережила последнее IPO из одиннадцати, произведенных за год. И это при том, что в 2000 г. их состоялось 133. В том же году на бирже NASDAQ было объявлено о проведении 160 первоначальных публичных предложений, в то время как в реальности было произведено всего 92 IPO (согласно информации Dealogic, службы данных по IPO). Один из самых успешных выпусков акций 2000 г. был произведен кондитерским концерном Krispy Kreme Doughnuts в США, что стало одним из признаков угасающего интереса к технологическому сектору. Вплоть до 2000 г. компании, финансируемые венчурным капиталом, демонстрировали впечатляющие результаты на вторичном рынке ценных бумаг. Статистика по США показывает, что они превосходили прочие компании в течение большей части 1990-х годов. Напротив, поколение неоперившихся компаний, отправленных венчурными капиталистами на публичный рынок в 1999 и 2000 гг., оказалось слабее, что не вызывает удивления.

Самые амбициозные венчурные капиталисты продолжают финансировать только те компании, которые, по их мнению, смогут в будущем рассчитывать на IPO. Однако если раньше на публичный рынок удавалось проскользнуть компаниям, не имеющим не только прибыли, но даже выручки (в расчете на будущий успех), то отныне ситуация изменилась. Когда окно откроется вновь, рынок будет искать фирмы со значительными денежными поступлениями, достигшие точки безубыточности или уже ставшие прибыльными (очевидно, что критерии будут зависеть от конкретного сектора).

Таблица 18.1 показывает, что финансовые показатели компаний, работающих в сфере программного обеспечения и вышедших на публичный рынок после «мыльного пузыря», были весьма сходны с результатами, достигнутыми аналогичными компаниями до «пузыря». Напротив, цифры 1999 и 2000 гг. отражают агрессивные настроения периода «захвата новых земель», когда выручка, как и убытки, была куда выше. Мнение о

том, что операционные коэффициенты\* можно взять под контроль после «захвата земель», доказало свою ошибочность. Издержки почти невозможно обуздать, если не навести порядок с самого начала.

**Таблица 18.1. Финансовые результаты компаний, занимающихся разработкой программного обеспечения, которые вышли на публичный рынок до «мыльного пузыря»**

	Период до «технологического пузыря»	Период «технологического пузыря»	Годы после «пузыря»
	1994	1999	2000
При IPO			
Средняя выручка за год, прошедший после IPO, млн долл.	30,7	51,2	43,2
			Нет данных
Предполагаемая чистая прибыль за год, прошедший после IPO, млн долл.	2,3	(15,7)	(18,7)
			8,3
Доля компаний с положительной прибылью, %	83	27	17
			100

Источник: Merrill Linch.

Предстоящий выход на публичный рынок существенно облегчает задачу привлечения средств у венчурных капиталистов, как в смысле затрачиваемых времени и энергии, так и в смысле сложности и издержек.

Далее освещены некоторые проблемы, которые могут возникнуть в отношениях между командой менеджеров и ее венчурными инвесторами.

\* Операционные коэффициенты (operating ratios) — показатели деятельности компании на основе отношения прибыли и издержек друг к другу и др. балансовым цифрам. — Прим. ред.

## Выбор момента

Как уже указывалось в главе 13, венчурный капиталист, теоретически, может принудить компанию к первоначальному публичному предложению. На практике же это право почти невозможно реализовать, если генеральный директор отказывается представлять проект IPO институциональному инвестору и отвечать на его вопросы. Однако вопрос о выборе момента является весьма спорным, как это было в случае с компанией Interactive Investor International (iii). Основательницей онлайн-компании финансовых услуг стала Шерри Куту, которая получила в 1996 г. венчурное финансирование от компании Arts Alliance, через год после учреждения, а позднее — от Hollinger Digital. К «доткомовскому» лету 1999 г. Hollinger начала энергично подталкивать компанию к IPO, чтобы добиться капитализации на разогретом фондовом рынке. В отличие от многих своих убыточных собратьев, компания была реальным предприятием, основанным на фундаментальных предпосылках периода, предшествующего буму. Однако члены команды менеджеров были с головой погружены в управление компанией и не испытывали никакого восторга при мысли о том, что вскоре им придется надолго отвлечься от дел. Даже работая в компании, специализирующейся на предоставлении финансовых услуг, они не были уверены, что лелеют столь далеко идущие планы. Один из директоров, позднее замененный, заявил на собрании менеджеров, что бессмысленно стремиться «к IPO ради IPO».

Сама Куту прекрасно осознавала значение IPO. Она объясняла своей команде, что компании нужны средства на войну с такими богатыми деньгами конкурентами, как Charles Schwab.

## Инвестиционный банк

Выбор инвестиционного банка, который взял бы на себя управление процессом, является еще одним спорным моментом. В «конкурсе красоты», устроенном компанией iii, свои преимущества пытались продемонстрировать пять инвестиционных банков. Были задействованы все доступные средства — включая телефонные звонки от ведущих нью-йоркских аналитиков, таких как Мэри Микер из банка Morgan Stanley. Именно этот банк сумел добиться расположения команды. Но — тщетно, поскольку компания Hollinger, держатель 40%-ной доли в компании, «совершенно определенно» желала работать с банком CSFB, с которым она уже сотрудничала ранее. Morgan Stanley и CSFB отказались работать друг с другом, так что в результате за размещение акций компании взяли банки CSFB, DLJ (позднее он слился с CSFB), а также SSSB (ныне Citygroup).

Диапазон цен, установленный инвестиционными банкирами, составлял 120–150 фунтов за акцию. Были и более соблазнительные предложения — около 400 фунтов, однако iii преодолела искушение и не втянулась в погоню за лучшими условиями. Они исходили от более мелких инвестиционных банков и основывались на общедоступной информации. Таким образом, если бы эти банки вступили в процесс, им пришлось бы кардинально пересматривать свои оценки в сторону понижения.

В чем были согласны все банки, так это в целесообразности двойного размещения: на бирже NASDAQ и на Лондонской фондовой бирже. Однако это было ошибочным шагом, поскольку только 300 из 88 тыс. акционеров продали свои акции в США. По словам Куту, волокита в американских инстанциях добавила к процессу четыре месяца. Этот срок включал и период с декабря по середину января, потраченный на утверждение в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Неделя из этого времени ушла на то, чтобы женщина, ответственная за принятие решения, оправилась от простуды. Что еще хуже, расходы на эту процедуру составили 4 млн фунтов из 12 млн, потраченных на «двойное размещение акций». Процесс отличался не только своей трудоемкостью. Даже Куту с ее четырьмя учеными степенями в области бизнеса было нелегко разобраться во всех головолomных деталях, связанных с процессом. Она заявляет, что когда теряла счет ролям, исполняемым всевозможными юристами, бухгалтерами и инвестиционными банкирами, то часто обращалась к одному «бизнес-ангелу», заседающему в правлении, который был ветераном двадцати IPO.

## Блокировка

Между тем объектом затянувшихся переговоров с инвестиционными банкирами компании iii стала блокировка, т. е. ограничение на продажу акций со стороны основателей, работников, венчурных капиталистов и других в течение определенного периода. При любом IPO банки стремятся упорядочить продажу акций на вторичном рынке, поэтому им хочется как можно дольше удерживать различные стороны в «заблокированном» состоянии. Компания Arts Alliance настаивала, что в качестве раннего инвестора она должна обладать правом на немедленную продажу. Инвестиционные же банки добивались от основателей и от компании Hollinger обязательства воздержаться от сбыта акций в течение года. В конце концов, банки пошли на условия Arts и Hollinger — «бизнес-ангелы» получили право продавать акции через три месяца, Hollinger — через полгода, а Куту и менеджеры — через год. Сама Куту отнеслась к своему положению философски: «Я уже смирилась с мыслью, что навеки связана со своей компанией. Я — основа-

тель и не могу так просто взять и продать свои акции. Это убьет компанию, потому что все решат, что мне известна какая-то ужасная тайна». И все же она получила возможность продать кое-какие акции в процессе первоначального публичного предложения, которое состоялось в разгар февральского помешательства 2000 г. Подписка превышала выпуск в 33 раза, таким образом, Куту и Hollinger продали свои акции посредством так называемого «зеленого башмака» (green shoe). Этот инструмент используется банкирами в случае избыточной подписки и позволяет им смягчить чрезмерный спрос посредством выпуска дополнительных акций. Как бы то ни было, цена в течение первого дня торгов возросла более чем в два раза — до 338,5 пенса. Это вызвало недовольство в среде акционеров — порядок «скачка» показал, что компания могла бы оценить себя и выше (впрочем, через год цена на акцию упала до 24 пенсов).

С точки зрения венчурного капиталиста, первоначальное публичное предложение не является столь уж несомненным благом — именно вследствие блокировки. Брайан Ларкомб, главный исполнительный директор 3i, уверял, что группа могла бы продать значительно бóльшую часть своего технологического портфеля в период бума, если бы ее не сдерживали всевозможные блокировки. Однако публичный рынок не является идеальным путем отступления и по другим причинам. Стоит разобраться в этом вопросе, чтобы понять возможные источники конфликтов между членами инвестиционного синдиката.

Например, в венчурном сообществе принято считать, что компании Арах удалось заработать огромные деньги на своей инвестиции в фирму QXL, которая была основана Тимом Джексоном и является европейским аналогом интернет-аукциона eBay. Партнер Арах Питер Ингландер, возглавляющий ныне комитет компании по выходам, сохранил свое место в правлении QXL и после выхода фирмы на публичный рынок. Однако после первоначального публичного предложения сайт развил столь бурную деятельность, что ожидаемая сделка или очередное предстоящее достижение вновь и вновь заставляли Арах переносить продажу акций. По словам Ингландера, цена за акцию QXL, стартовав с 65 пенсов, за короткое время поднялась до 744 пенсов, а в к моменту нашей беседы уже опустилась до 5,5 пенса. Компания Арах же к тому времени не рассталась ни с одной из 62 млн акций, которыми она владела до IPO: «Те, кто не приложили никаких усилий и шли у нас в фарватере, очень неплохо заработали. Многие сделали себе состояние. Мы же просто работали», — сказал Ингландер.

Инвесторы в таких ситуациях ведут себя весьма эмоционально. Один старший партнер Арах на осенней промышленной конференции 2000 г. с негодованием отзывался о венчурном капиталисте, приглашенном Арах

для участия в этой инвестиции, который уже распродал все свои акции. Ингландер рассказал: «пребывание в правлении предполагает подобную ответственность... Многие инвесторы распродали свои акции именно потому, что не состояли в правлении, в отличие от Арах, которая, впрочем, всегда открыта для пересмотра своей политики». Куда успешней закончилась история с финансированием компании Autonomy, в правлении которой состоял партнер Арах, Джон Мамонигал. Это означало, что Арах верила в перспективность этой компании и не спешила расставаться с ее акциями. Autonomy стала лучшей инвестицией Арах — чистый прирост капитала по ней составил один 1 млрд фунтов.

Если вы и ваши инвесторы обдумывают возможность IPO, то, возможно, будет полезным рассмотреть некоторые «за» и «против», связанные с этим процессом (см. пример ниже).

## Первоначальное публичное предложение: «за» и «против»

### За

- ◆ Значительное повышение статуса. Ваша компания займет более видное положение в бизнесе, в том числе в глазах клиентов, поставщиков и будущих работников. Гигантский скачок в самоуважении генерального директора, ведь теперь он — глава зарегистрированной на бирже компании.
- ◆ Дополнительные денежные средства по хорошей цене в обмен за размещение 20–30% бизнеса на публичном рынке. Более выгодные условия привлечения денег вытекают из самого факта ликвидности акций. Другими словами, инвесторы будут готовы больше заплатить за акцию, которую они смогут завтра продать, чем за вклад в частной компании, к которой вы окажетесь привязанным на неопределенный срок. Более высокая оценка компании означает меньшее разбавление для менеджеров.
- ◆ Перспектива значительных объемов денежных поступлений как для основателей и менеджеров, так и для венчурных капиталистов. Однако это, как и предыдущее утверждение, верно только в соответствующей среде. Фирмы, зарегистрированные на Альтернативном инвестиционном рынке при Лондонской фондовой бирже и на других второстепенных рынках, часто выражают недовольство



недостаточной ликвидностью своих акций. Основатели и инвесторы оказываются просто-напросто не в состоянии продать свои акции и привлечь новые деньги. А в условиях резкого падения оценок фондового рынка даже компании, зарегистрированные на основных рынках, часто сталкиваются с той же проблемой (см. список «Против» ниже).

- ◆ Средства для приобретения компаний. Если стоимость акций в несколько раз превышает прибыль компании или даже ее выручку, то это означает, что она обладает инструментом для покупки других компаний, а именно своими собственными ценными бумагами. На рынке выкупов опционы на акции являются, кроме всего прочего, важным средством для привлечения новых талантливых сотрудников.
- ◆ Публичный статус компании требует большего порядка в отчетности. Это может считаться как плюсом, так и минусом, в зависимости от того, как к этому относиться.
- ◆ Компания испытывает меньшее вмешательство со стороны венчурных капиталистов, поскольку их акции конвертируются в обыкновенные акции. Суровые реалии публичного рынка заставляют венчурного капиталиста умерить свои амбиции и настроиться на более долгосрочные планы (см. список «Против» ниже).

### **Против**

- ◆ Время. Превращение компании в публичную является весьма изматывающим процессом, требующим многомесячной работы. Для этого необходимо даже больше времени, чем для привлечения частного финансирования. Один предприниматель заявил, что прохождение этого пути «изменяет жизнь».
- ◆ Издержки. На андеррайтинг, вознаграждение юристам и бухгалтерам может уйти 10% привлеченных средств. В то же время в условиях, когда инвестиционные банкиры, соскучившиеся по IPO, изнывают от скуки в своих роскошных офисах, они становятся более уступчивыми на переговорах. Когда-то плата за андеррайтинг составляла 7%, однако в более трудные времена переговоры могут понизить ее до более приемлемого уровня или поставить ее в зависимость от успеха размещения.
- ◆ Жесткие требования к эффективности, которая становится неотъемлемым пунктом в обязательствах директоров, особенно в США. Необходимость в квартальных или полугодовых отчетах

по поводу соответствия финансовых показателей принятым для публичных компаний стандартам. Это относится и к промежуточным показателям развития компании. Если уж вы стали публичной компанией, то от вас будут ожидать постоянного роста прибыли. Если же вы не оправдаете надежд инвесторов, они продадут ваши акции. После скандалов вокруг корпораций Worldcom и Enron в США были спешно введены повышенные требования к отчетности и более суровые обязательства для директоров (т. н. акт Сарбейнса-Оксли).

- ◆ «Эффект золотой рыбки»\*, включая требование оповещать широкую публику о ваших зарплатах и опционах. Исполнительный директор одной английской публичной компании как-то сетовал, что его теща была настолько возмущена его высокими заработками (которые вовсе не были чрезмерными по сравнению с его коллегами), что грозила оставить все свое наследство сестре его жены.
- ◆ Недостаточная ликвидность. Эту проблему могут испытывать на «медвежьих рынках» как мелкие растущие компании, неспособные даже в благоприятные времена привлечь внимание крупных институциональных инвесторов, так и фирмы, вышедшие на публичный рынок в период бума безо всяких на то оснований. И сейчас некоторые фирмы могут отыграть назад и попытаться стать частными снова, однако это занятие — не для слаонервных.
- ◆ Вероятность враждебного поглощения вашей компании. Впрочем, это явление не так часто встречается, если речь идет о технологических компаниях.
- ◆ Время, занимаемое отношениями с инвесторами и прессой, — у вас было куда меньше забот в роли компании, финансируемой венчурным капиталом.
- ◆ Полнейшая неопределенность. После того как вы прошли через все изматывающие и дорогостоящие процедуры, может оказаться, что рынок настроен против вас. В этом случае вам придется отозвать вашу заявку на IPO. Иногда инвестиционные банкиры сообщают об этом за день до предполагаемого начала торгов. Кроме того, компания, вполне вероятно, рассчитывает на поступления от IPO.

\* «Эффект золотой рыбки» (goldfish bowl effect) предполагает открытость деятельности корпорации и ее сотрудников для широкой публики. — *Прим. пер.*

Если же первоначальное публичное предложение сорвалось, возможно, ее ждет болезненный раунд частного финансирования с мощным «выдавливающим» эффектом.

Хотя список «против» вышел длиннее, чем список «за», по настоящему амбициозные компании будут всегда стремиться к выходу на публичный рынок, открывающему путь к созданию крупной международной корпорации.

## Отраслевая продажа

Отраслевая продажа является самым вероятным путем выхода для большинства начинающих компаний. Диапазон возможных ситуаций простирается от чрезвычайно успешной сделки по весьма солидной оценке и до распродажи описанного имущества, по сути, представляющей собой альтернативу ликвидации. С точки зрения венчурного капиталиста, успешная продажа имеет очевидные преимущества перед первоначальными публичными предложениями. В самом деле, в случае отраслевой продажи он получает деньги или деньги и акции (которые относительно легко продать). В случае же IPO он, вполне вероятно, будет «заблокирован» и не сумеет сбыть свою долю с рук в течение по крайней мере полугода, а может, и дольше. С точки зрения предпринимателя, такая ситуация гораздо более запутанная.

Леннарт Рамберг, один из основателей и генеральный директор шведской компании Altitun, производителя настраиваемых лазеров для широкополосных сетей, в свое время учрежденной Стокгольмским Королевским технологическим институтом, принимал душ, когда зазвонил его мобильный телефон. Звонившим оказался директор по развитию бизнеса из американской корпорации ADC Telecommunication, занимающейся изготовлением оборудования для телекоммуникационных систем. «Я могу послать вам по факсу предложение о покупке вашей компании», — прозвучал вопрос на другом конце линии. «Конечно, конечно, — вяло пробормотал Рамберг, пытаясь вытереться, — можно мы поговорим позднее?»

Через какое-то время его осенило. Столь ранний звонок мог быть связан с тем, что его собеседник допоздна оставался на работе. «Таким образом, дело было достаточно неотложным». Бывший ученый отругал себя за столь «неуважительное отношение» к собеседнику, которое он выказал.

И все же факс пришел в положенное время. Ему было не так-то просто убедить себя в серьезности намерений покупателя, и он листал страницы в надежде найти упоминание «больших шишек» в компании. «Возможно, играют роль амбиции или что-то в этом роде, однако когда вы получаете серьезное предложение, вы становитесь чрезвычайно уязвимы. Если вы отвергаете это предложение (а нам так и следовало поступить), люди могут обвинить вас в том, что вы — тщеславный маньяк. Вы теряете расположение самых близких членов команды».

И все же порядок цифр оказался чересчур высоким, и Altitun, компания, не получавшая в тот момент выручки и финансируемая такими инвесторами, как InnovatioSkapital, Swedestart и Kennet Venture Partners, в мае 2000 г. была продана ADC за 872 млн долл. (в ноябре 2002 г. ADC закрыла Altitun). Однако любая продажа обладает собственной дилеммой.

История пестрит примерами компаний, отвергших или упустивших выгодные сделки. Pointcast, интернетовская новостная служба, отказалась от предложения корпорации News Corporation на сумму в 450 млн долл. Через какие-то два года компания пошла с молотка за 10 млн долл. Европейский спортивный интернет-портал Sportal в свое время вызвал интерес французской медиагруппы Canal Plus, которая была готова выложить за него 250 млн фунтов. В итоге же сайт был продан за номинальную сумму. Германский сайт Alando был куплен компанией eBay за 50 млн долл., когда начинанию было 5 месяцев от роду. Эта сделка сразу вызвала обвинения в поспешности, и ее приводили в качестве примера европейской неспособности возвращать свои собственные компании. И все же, если припомнить множество случаев, когда венчурным фирмам не удавалось достичь никакого выхода, эта сделка кажется не такой уж глупой, по крайней мере с точки зрения венчурных капиталистов.

Количественные результаты IPO, разумеется, совершенно непредсказуемы. И все же непредсказуемости хватает и отраслевым продажам. Покупатель может передумать в последнюю минуту, возможен неожиданный обвал рынка, а, может быть, стороннику продажи в организации не удастся «пробить сделку». Существует бесчисленное количество причин, остающихся для вас сокрытыми, по которым покупатель может отказаться от сделки. Altitun пережила один фальстарт. В 1999 г. руководство компании, учрежденной в 1997 г., уже решило было продать свое детище одной фирме, зарегистрированной на бирже NASDAQ. Все вопросы уже были улажены, и Рамберг объяснял своей команде, какие выгоды сулит эта продажа. Сам же Рамберг уже готовился отметить новоселье, и это было бы самое экстравагантное празднование в его жизни — с нанятым пароходом и оркестром на Архипелаге. В полдень того же дня ему позвонили и сооб-

щили, что сделка отменяется. Ему пришлось возвращаться в офис и заново объяснять команде, почему компании лучше оставаться независимой. Руководству Altitun не оставалось ничего другого, как провести новый (второй) раунд финансирования. Рынок был на подъеме, и компания была оценена в 27 млн долл. Эта оценка была близка к той цене, которую предлагал «наздаковский» покупатель. Разумеется, на «медвежьем рынке» результат был бы совсем иным.

Когда раздался звонок от ADC, компания намеревалась провести третий раунд финансирования, и ее уже принялись весьма энергично обхаживать инвестиционные банки. Правление компании, включавшее бывшего инвестиционного банкира из Golden Sachs, настаивало на проведении аукциона. Рамберг не испытывал особого восторга по поводу этой идеи: «Я считаю, что до аукциона нам пока далеко». По иронии судьбы, первый большой заказ для компании на сумму 10 млн долл. был уже на подходе. Рынок лихорадило, и никто пока не мог вообразить предстоящего краха в сфере телекоммуникаций. Компания Nortel только что заплатила 1,43 млрд долл. за CoreTek, английскую фирму, специализирующуюся на управляемых лазерах New England MEMS. Неделю спустя компания Swedish Qeyton Systems была продана Cisco за 800 млн долл. Аукцион все же состоялся, и в нем приняли участие две компании, приславшие в Стокгольм высокопоставленных представителей. Рамберг целую неделю метался между соперниками, пытаясь не забыть, что и кому он сказал. В конце концов, Altitun, которая только что привлекла 13,5 млн долл. на очередном раунде венчурного финансирования, целиком досталась корпорации ADC. Период блокировки был коротким, и Рамберг продал половину своих акций, которые продолжали расти в цене в течение трех месяцев после заключения сделки. Рамберг выразился лаконично: «Это был просто стандартный маневр в целях диверсификации риска. Естественно, я не мог предположить, что рынок пойдет в разнос. В этом я не отличался от большинства».

Отраслевые продажи приводят к определенным сложностям, если интересы предпринимателя и венчурного капиталиста не слишком согласованы. Хотя обе стороны хотят получить как можно более высокую цену за свою компанию, подобная транзакция предоставляет возможность выхода венчурному капиталисту, но не самой компании. Предприниматель, особенно если он является основателем, заинтересован в том, чтобы покупатель обладал достаточными навыками для квалифицированного обращения с его бизнесом.

В отличие от венчурного капиталиста, генеральный директор в момент выхода не получает всей причитающейся ему «добычи». Например, значительная часть его вознаграждения может быть представлена опционами на

акции компании-покупателя. Если некоторые классы привилегированных акционеров обладают преимущественными правами при ликвидации и менеджеры не получают ничего от продажи, это вызовет весьма острые дискуссии. В конце концов, венчурный капиталист начнет беспокоиться по поводу возможности тайной сделки между менеджерами и покупателем (возможно, предполагающей предоставление опционов в новой компании), в результате которой менеджеры выиграют за счет компании и акционеров (включая венчурного капиталиста). Во избежание этого венчурный капиталист будет настаивать на том, чтобы инвестиционный комитет создал комитет по проведению продажи, включающий одного или двух венчурных капиталистов и генерального директора. Однако прежде чем подробно изучить возможные конфликты, рассмотрим некоторые основополагающие принципы (см. пример).

## Некоторые основополагающие принципы

- ♦ **Наймите хорошего советника.** Многие консультанты в области продаж и слияний не имеют ни малейшего представления о том, как работать с небольшими компаниями. «Они требуют массу денег за пустяковую работу, — утверждает возмущенно один английский предприниматель. — Они не знают, как оценивать небольшие компании, и они еще более утомительны, чем венчурные капиталисты. Можно наткнуться на какого-нибудь третьего сына баронета, который мало что знает о принципах определения стоимости. Вам нужны люди, которые понимают синергию технологий и осознают, что продажа — это больше, чем финансовая транзакция». Высмеивая пока еще весьма распространенную категорию европейских консультантов, с робостью относящихся к технологической тематике, он замечает: «Эта профессия предполагает интерес к технологиям и прочим пугающим вещам». Сам он нашел американского консультанта, «который был настроен агрессивно и хорошо понимал суть вещей».
- ♦ **Провоцируйте конкуренцию.** Здесь применимы те же принципы, что и в случае привлечения денег у венчурных капиталистов — и даже в большей степени. Даже если вы продаете компанию, потерпевшую фиаско (например, по той причине, что такой рынок пока не существует или переживает тяжелые времена), вас приятно удивят количество и разнообразие категорий людей, заинтересованных в покупке вашей компании. «Существует масса причин, по которым

люди готовы заплатить за ваш бизнес. Это может быть связано с командой, технологией или специфическим пакетом связей данного бизнеса», — утверждает один предприниматель, который прошел через этот процесс и получил за свою компанию, находящуюся на эмбриональной стадии, больше, чем он ожидал.

- ♦ **Продолжайте управлять компанией так, как будто никакой продажи не предвидится.** Конечно, это легче посоветовать, чем сделать, хотя бы по причине огромного количества времени, которое отнимает подготовка к продаже. Постарайтесь как можно экономнее расходовать средства и остерегайтесь втягивания в очередной раунд венчурного финансирования, даже если вам не очень удастся справиться с этой задачей.

Одной из причин для разногласий между вами и инвесторами может оказаться вопрос о сроках инвестиционной сделки. Мы приведем пример одной фирмы, которая к настоящему моменту уже продана. Фондовый рынок недавно пережил кризис, и один из инвесторов, представляющий венчурное отделение крупной корпорации, пришел к выводу, что оживления нельзя ожидать еще долго (и в этом он был прав). Более того, кризис привел к тому, что корпоративный венчурный бизнес вышел из моды, таким образом, многие настаивали на скорейшей распродаже технологического портфеля корпорации. Однако менеджеры компании были решительно против продажи. Компания зарабатывала какую-то прибыль, рост составлял 30–40% за квартал, существовала весьма солидная клиентская база. В банке лежало 50 млн долл., заработанных на IPO. Между тем различные стороны имели достаточно разные экономические мотивы. Опционы менеджеров не стоили ничего, поскольку цена на акции с момента IPO упала весьма значительно. Корпоративный инвестор (в качестве новоиспеченного акционера) имел бы неплохой доход на инвестицию при любой продаже. Венчурный капиталист, пришедший на более раннем этапе, получил бы куда более скромный выигрыш в единицах внутренней нормы доходности, поскольку он был в бизнесе уже четыре года. «Бизнес-ангелы» занимали промежуточное положение.

С точки зрения корпоративного инвестора, отраслевая продажа означала бы возможность получения хорошего дохода прямо сейчас, что, разумеется, было бы предпочтительней тех непредсказуемых результатов более отдаленной во времени сделки. Что касается менеджеров и, в определенной степени, венчурного капиталиста, в случае немедленной продажи они не получат

ничего или почти ничего. Если же подождать года три, можно было бы рассчитывать на значительный рост компании и на оздоровление рынка.

Что же произошло? Добиваясь своего, корпорация нещадно эксплуатировала свое всесторонне право вето, поскольку она была крупнейшим (но не мажоритарным) акционером. Она обладала двумя местами в правлении, состоящем из восьми человек, и запрещала поглощения, найм персонала, инвестиции в технологии и прочие вещи. «Мы испробовали все, — заявляет основатель, который оставался председателем правления. — Но если мы не имеем права сделать ни того, ни сего, компания оказывается полностью парализованной. Они просто выкручивали руки». Основатель изо всех сил оказывал сопротивление сделке, которая лично ему была бы выгодна. Когда продажа проходила процесс утверждения, это вызвало огромное недовольство у мелких акционеров, заявлявших, что их жизнь потерпела крах, и требовавших компенсации. «Можно не упоминать, что им и в голову не пришло обвинять в этом корпоративного венчурного капиталиста». Все члены семьи основателя и множество его друзей вложили свои деньги при размещении акций на публичном рынке, так что основатель имел определенные основания затронуть положение этой категории акционеров в ходе переговоров с корпоративным венчурным капиталистом.

Как уже упоминалось ранее, несогласие по поводу сроков может принять и другие формы. Кристофер Спрей из Atlas утверждает, что «положение вещей зачастую не соответствует избитым представлениям. Обычно именно венчурный капиталист желает придержать компанию, а основатель стремится к продаже». Как он объясняет, 100% личного богатства основателя сосредоточено в компании, поэтому его точка зрения отличается от позиции венчурного капиталиста с его диверсифицированным портфелем». Он приводит пример фирмы Solid Works, основатели которой желали продать свой бизнес за 30 млн долл. Компания Atlas настаивала, что необходимо остаться в деле, и, в конечном счете, цена компании возрастет до 300 млн долл. Особенно охотно основатели соглашались на то, что им предлагают, в период спада. Тем более, если на носу очередной раунд финансирования, грозящий произвести мощный разбавляющий эффект.

Естественно, наличие множества всевозможных преимущественных прав при ликвидации делает переговоры весьма бурными. В ситуации, когда продажа или слияние приводят к тому, что вся добыча достается привилегированным акционерам, а обладающие обыкновенными акциями основатели, менеджеры и «бизнес-ангелы» остаются у разбитого корыта, напряжение может быстро достичь критических высот. Инвесторы осознают, что будет трудно уломать основателей поддержать сделку на таких



условиях. При этом, если покупатель хочет купить компанию вместе с командой, то ее члены все же смогут оказывать определенное влияние на ход переговоров. «В период бума люди спрыгивали с движущегося поезда, полагая, что в банке у них будет припасено 10 млн долл. В итоге же им приходилось испытать горькое разочарование», — рассказывает один консультант.

Предстоят длительные переговоры. Покупатель желает убедиться, что команда готова продолжить работу в компании. И все же ему хочется, чтобы любая выплата была уже заложена в цене. На деле это означает, что венчурным капиталистам придется уступить часть своих привилегий, которые достаются им в соответствии с преимущественными правами при ликвидации. Вспомним, что преимущественные права используются в качестве рычага давления инвесторами, которые в противном случае не могут рассчитывать на всю сумму. Кроме того, генеральный директор и, возможно, другие ведущие члены команды могут получить пакет опционов на акции компании-покупателя. Если они обладают опционами на акции продаваемой компании, заработанными в ходе понижающих переговоров, это улучшает их переговорную позицию, несмотря на то, что преимущественные права при ликвидации делают обыкновенные акции бесполезными. Естественно, ранние инвесторы, такие как «бизнес-ангелы», а также основатели, не принимающие участия в управлении компанией, в результате этой сделки останутся с носом.

Некоторые предприниматели пытаются выторговать для себя некие формы компенсации, смягчающие воздействие преимущественных прав при ликвидации. Разумеется, венчурные капиталисты находят эти требования «весьма обременительными». И все же они вынуждены признать, что, когда дело касается самой по себе продажи, основатели обладают сильной переговорной позицией. Большинство в любом случае захочет переманить членов команды на свою сторону, поддержав их требование компенсации, независимо от того, на что они действительно имеют право. С другой стороны, даже если венчурные капиталисты чувствуют, что им придется платить «отступные», они едва ли будут особо щедрыми.

Между акционерами нередко случаются раздоры. Расскажем одну историю о двух «бизнес-ангелах», потребовавших у компании «отступных». «Люди начали просто ненавидеть друг друга, — заявляет один консультант, ставший свидетелем этих событий. — Продажа английской начинающей компании крупной американской корпорации была же утверждена. Было договорено, что покупатель заплатит 65% суммы в виде акций, а 35% — в виде денег. “Бизнес-ангелы” же настаивали на том, что вся их выручка должна поступить к ним в виде денег. И это несмотря на то, что

вложенные средства возвращались к ним увеличенными в 2,5 раза, и все это — за какие-то 15 месяцев. «Ведущий “ангел” (фигура, известная своим высокомерием) относился к генеральному директору (разработчику программного обеспечения) как к какому-то низшему существу». Консультант посоветовал генеральному директору не поддаваться на блеф «бизнес-ангелов».

Еще одной темой, вызывающей разногласия в отношениях между предпринимателем и инвестором, являются гарантии. Венчурные капиталисты будут из кожи вон лезть, чтобы дать как можно меньше. Часто утверждается, что группа 3i занимает особенно непреклонную позицию по этому вопросу. «Если вы продаете компанию американской фирме, то ожидается, что все акционеры должны предоставить гарантии, — объясняет один английский предприниматель. — В группе 3i же полагают, что они не обязаны это делать, потому что они — 3i. Это ставит в тупик американские компании. Они не понимают, почему венчурный инвестор не может гарантировать свою инвестицию. Это настоящий кошмар. Это отравляет отношения, оказывает разрушительное воздействие на цену и удваивает объем процедуры “дью дилидженс”, поскольку покупатель думает, что вы что-то скрываете». Более мелкие английские фирмы, например фирмы, содержащие венчурные трасты, часто имеют в своем штате людей, некогда работавших в 3i. Таким образом, они практикуют тот же подход, который предприниматели все чаще считают чересчур обременительным. «Группа 3i слишком уж доминирует. Половина отрасли представлена людьми, когда-то работавшими в 3i. И они продолжают следовать всем этим порочным подходам». В отличие от группы 3i, которая производит инвестиции в начинающие компании в рамках собственного баланса, независимые венчурные фирмы также могут прибегнуть к гарантиям по структурным соображениям.

Предположим, что венчурная фирма передала средства, полученные от продажи (или комбинацию денег и акций), своим партнерам с ограниченной ответственностью, а через шесть месяцев имело место нарушение гарантии. Венчурные капиталисты не могут прийти к своим партнерам с ограниченной ответственностью и попросить вернуть назад часть денег. Обычно ситуация разрешается посредством «условного депонирования\*» определенной суммы. Однако неизбежно возникает сложная дискуссия по поводу того, какая часть выручки подлежит «условному депонированию». Разумеется, венчурного капиталиста будет волновать, чтобы откладываемая сумма не слишком повлияла на его доход. Предприниматель будет на-

\* Депонирование одной стороной определенной суммы у другой стороны для выплаты конкретному индивидууму при определенных условиях. — *Прим. пер.*

стаивать на том, чтобы венчурный капиталист на равных разделял с ним ответственность. Отказ венчурных капиталистов предоставлять гарантии является еще одним пережитком контрактного, банковского подхода к бизнесу, столь распространенного в Европе. В США ни один основатель не мог бы и помыслить о том, чтобы предоставить гарантии в подобных обстоятельствах.

В худшем случае отраслевая продажа проходит в форме распродажи описанного имущества. Если вы не смогли договориться с венчурным капиталистом, то процесс может оказаться весьма болезненным. Один венчурный капиталист рассказывает: «Мы являемся самыми крупными инвесторами этой компании. Она дважды не оправдала прогнозов в ходе двух раундов финансирования, произведенных в течение года. Мы выделили промежуточный кредит, однако мы делаем это на очень жестких условиях [если компания не сможет выплатить кредит, инвестор получит часть собственного капитала по цене 10 центов за акцию, в то время как оценка последнего раунда составляла 2 долл. за акцию]». Он заявляет, что ему надоело слушать обещания предпринимателя, которые никогда не выполняются: «Мы достаточно наслушались всех этих сказок о том, что осталось “еще чуть-чуть”. Мы устали терпеть, и это вполне естественно. Мы говорим предпринимателю, что он должен либо продавать компанию, либо провести еще один раунд. Пусть он думает, что ему предстоит еще один раунд, я же просто попридержу компанию в рабочем состоянии, пока не найду покупателя». В подобных ситуациях очень трудно найти общий язык. Ясно, что, если между вами и инвестором существуют весьма натянутые отношения, ситуация становится весьма неловкой.

## Еще один способ выхода

По словам Герри Монтануса, для венчурного капиталиста самым простым решением является продолжение финансирования: «Очень трудно принять решение о сокращении издержек и признать свою ошибку». Адриан Бикрофт разделяет эти чувства: «Это поистине тягостные решения». Он вспоминает одну инвестицию, предпринятую в начале 1990-х годов в компанию, занимающуюся ремонтом автомобилей, которую компания Арах продолжала поддерживать на протяжении пяти лет: «С эмоциональной точки зрения, это было весьма нелегко. Технически компания работала, однако что-то было не так в управлении или в самой идее. Компания росла, но никогда не достигала удовлетворительной прибыльности. Мы продолжали вкладывать в нее средства. Всего было потрачено 4 млн фунтов,

а это по тем временам были очень большие деньги. Но мы не переставали надеяться, что удача ждет нас за углом. Помню, я вернулся домой [после того, как компания Арах перекрыла “краник”] и сел за кухонный стол. Мне нравились эти люди. Но я не хотел больше продолжать. Я вернусь, чтобы работать консультантом».

Венчурные капиталисты подвергаются серьезной опасности, когда, пытаясь спасти тонущую компанию, вкладывают в нее все новые и новые средства. Они и сами прекрасно знают, что им выгоднее поддерживать перспективных кандидатов из своего портфеля, а не бедствующие компании, борющиеся за существование. «Ни одна компания не подвергается ликвидации слишком рано», — устало заявляет один инвестор. Если это решение эмоционально нелегко для венчурных капиталистов, то каково же приходится самим предпринимателям, которые всегда отчаянно пытаются спасти свою компанию. *Всегда* маячит некий «договор», который вот-вот будет подписан.

Монтанус вспоминает, как компания Atlas решила прекратить финансирование сайта Ready2, созданного двумя светскими львицами Тринни Вудолл и Сьюзан Константин. «Тринни и Сьюзан невероятно способны и умны, — говорит Монтанус, добавляя: — Компания Atlas поддержала девушек, учитывая успех сайтов Village.com и Women.com в Америке, в то время как в Европе не было сходных компаний. Однако климат изменился, и попытки привлечь средства со стороны провалились. Мы сказали: “Вы очень хорошо поработали. Никто вас ни в чем не обвиняет. Однако это была ошибка. Идея просто-напросто не работает”. Они очень хотели продолжать. Это было трудное решение».

Некоторые предприниматели реагируют на прекращение финансирования весьма необычным способом. Рольф Динст, старший партнер фирмы Wellington в Германии, рассказал историю об одном ученом, который основал биотехнологическую компанию. Предприниматель пришел к нему в офис с бумагой, которую он положил на стол к Динсту. Динст прочитал ее и медленно разорвал на сто частей. Это был отказ основателя от своей компании. «Я сказал ему, что он не обязан этого делать. Это его компания, и ему лучше вернуться к своему детищу и привести дела в порядок». Предприниматель так и поступил, хотя в конце концов его компания все же потерпела крах. Между тем менее «рефлексирующие» или более безжалостные венчурные капиталисты без колебаний расстаются с «проблемными» частями своих портфелей.

Основная задача венчурного капиталиста состоит в том, чтобы приступить к ликвидации до того, как компания окажется неплатежеспособной. Он заинтересован в том, чтобы ликвидация произошла как можно

более спокойно и репутации пострадали меньше. Целью является максимально полная выплата долгов всем кредиторам, включая работников. Таким образом, оплата, согласно установленным приоритетам, займет определенное время, если у компании достаточно денег. Большинство венчурных капиталистов предпочитает проводить эту процедуру, не прибегая к услугам ликвидаторов. Если после выплаты задолженности остается еще какая-то сумма, она будет распределена, согласно преимущественным правам при ликвидации. Это означает, что вы получите хоть цент с еще меньшей вероятностью, чем инвестор. «Если вы управляете трансатлантическим лайнером, нелегко нажать на тормоза. Однако, если речь идет о небольшой компании, это можно сделать легче и “более упорядоченно”», — заявляет Ричард Ирвинг из Pond Ventures. Если венчурный капиталист добросовестно выполняет свою работу, он наверняка получит достаточное количество сигналов, что дела идут не лучшим образом. Ирвинг говорит: «Мы никогда не оказываемся в ситуации, когда кто-то на заседании правления неожиданно бросает на стол таблицы с расчетами и заявляет: “У нас проблемы”. В любой момент времени мы точно знаем, когда у компании кончатся деньги и когда она окажется технически неплатежеспособной. Ну, по крайней мере в теории».

Между тем, внутренняя политика венчурной фирмы может исказить «стратегическое видение» венчурного капиталиста. Менеджер, премия которого зависит от количества списанных фирм, будет по мере сил держаться за портфельные компании. Кроме того, весьма болезненно воспринимается удар по репутации фирмы. Впрочем, нельзя сказать, что венчурных капиталистов не заботит их репутация, однако неудачи все же являются частью их работы, чего не скажешь о корпорациях, вовлеченных в венчурный бизнес. Например, решение Бернара Арно вложить дополнительные средства в сайт Boo.com незадолго до его краха, возможно, было как-то связано с намерением Арно отправить на публичный рынок свой проект Europatweb. Таким образом, предприниматель пытался избежать шумихи. Впрочем, в конце концов, Boo.com потерпел крах, а компания Europatweb так и не выступила с первоначальным публичным предложением. Кроме того, венчурных капиталистов заботит состояние их портфеля в целом. Самые слабые из них будут по мере сил продлевать существование компании только ради сохранения своей репутации в глазах инвесторов.

В то же время важной темой являются обязательства директоров. Постарайтесь получить самую квалифицированную юридическую консультацию. В Великобритании директора должны строго придерживаться Акта о

банкротстве, согласно которому директорам запрещено продолжать работу компании, оказавшейся неплатежеспособной. Директора лично отвечают за соблюдение Акта. В случае его нарушения их ожидают весьма суровые меры: от дисквалификации до тюрьмы. Однако, в отличие от некоторых европейских стран, английский вариант акта о банкротстве, по сути, позволяет продолжать работу компании, если директора имеют основания надеяться на будущее финансирование.

Во Франции тема личной ответственности директоров воспринимается венчурными инвесторами особенно болезненно. Один французский венчурный капиталист заявляет: «Вы можете затянуть с закрытием компании, и тогда неисполнительный директор будет обвинен в фактическом управлении (*de facto*) компанией, которая произвела несвоевременную ликвидацию. Если была выявлена несвоевременная ликвидация, то к ответу могут привлечь и венчурную фирму, и лично вас как венчурного капиталиста». По его словам, это делает инвесторов куда как более осторожными, заставляя их закрывать компании задолго до того, как деньги полностью истекут: «Не слишком хорошо, когда компания не может полностью испытать все возможности дальнейшего финансирования, поскольку правление и инвесторы опасаются финансовой проверки. В то же время, это делает членов правления очень осторожными». По утверждению другого инвестора, подобные порядки заставляют французских инвесторов куда как менее охотно помогать подопечным компаниям, испытывающим проблемы: «Французский венчурный капиталист скорее позволит компании протянуть ноги, чем предпримет хоть что-то, рискуя заслужить обвинение в фактическом управлении несвоевременно ликвидированным предприятием. Можно найти и обходные пути, поскольку это довольно рискованно в чисто французской компании».

В США закрытие компании, на счетах которой лежат миллионы долларов, является более распространенной практикой. Таким образом, венчурные капиталисты могут вернуть своим инвесторам, скажем, 20 центов на каждый доллар. По словам одного инвестора, менеджеры яснее сознают, что компанию ожидает крах. «В Европе команды менеджеров гораздо более эмоциональны, чем в США. Они до последней минуты верят в то, что у компании есть еще шанс на выживание». Несомненно, для предпринимателя предпочтительнее уйти красиво и не цепляться за последнюю соломинку. «Генеральный директор может сильно поднять себя в глазах инвесторов, если он делает все возможное для выхода из неприятной ситуации», — утверждает один американский венчурный инвестор.

Ричард Ирвинг также рекомендует придерживаться позиции разумного эгоизма: «В Европе клеймо неудачника стало переноситься значительно

легче, чем раньше. Люди должны понимать, что неудача — еще не конец игры. Мы будем давать людям, потерпевшим неудачу, новые шансы, даже если провал настиг их еще в качестве наших портфельных компаний». Он также добавляет, что доля компаний, предпринимающих вторую попытку, не так велика, и вполне разумно вновь извлечь себя из небытия и идти к новым возможностям, учитывая приобретенные уроки. Это — рационально, но трудновыполнимо.

Приведем под конец одну из редких историй ликвидации со счастливым финалом. Wax Digital является сетевой компанией, специализирующейся на предоставлении программного обеспечения, которая добилась инвестиции в 3,2 млн фунтов от компании 3i еще в эпоху бума. Как это часто бывало в те времена, компанию подбивали на расширение штата в предвкушении предстоящего выхода на публичный рынок. «Мы приняли на работу 70 человек, хотя в действительности нуждались в 20», — заявляет Майк Боуз, ныне председатель правления. Боуз первоначально был направлен в компанию от лица 3i в качестве консультанта. Дела с продажами шли неважно, и стало ясно, что убыточная компания нуждается в дальнейшем финансировании в объеме 1 млн фунтов. Однако «мыльный пузырь» лопнул, и в 3i приступили к реорганизации: технический портфель группы был в удручающем состоянии, и организация собралась централизовать процесс принятия решений. Сотрудники 3i находились в подавленном состоянии, ожидая значительного сокращения штата — первого, по меньшей мере, за десятилетие. Боуза попросили высказать свое мнение по поводу того, стоит ли продолжать финансирование Wax Digital. Его ответ был положительным, что вполне совпадало с мнением местной манчестерской команды, полагающей, что Wax Digital окажется одним из самых значительных их успехов. Тем не менее, инвестиционный комитет в Лондоне имел другое мнение. «Думаю, что даже если бы мы обладали средством против рака, никто бы не решился на реинвестирование, просто потому, что портфель выглядел ужасающе» — рассказывает Боуз.

Вследствие дружелюбного настроения местной команды, Wax Digital не предприняла никаких мер к сокращению своего уровня сжигания денег. Решение инвестиционного комитета оказалось для них громом среди ясного неба. Пришлось приступить к процедуре ликвидации. Однако в день, когда финансовый «краник» собрались перекрывать, Стивену Россу, генеральному директору компании Spring Board и бывшему главе манчестерского отделения 3i, позвонил Ротшильд, когда-то консультировавший Wax Digital. Он попросил Росса более неформально подойти к вопросу. Россу понравилась компания, и он предпринял инвестицию как в другую компанию Боуза (приносившую деньги), так и в одну успешную компанию, принадлежащую

одному из директоров Wax Digital. Таким образом, Spring Board, предпочитавшая финансировать менеджеров, доказавших свою эффективность, вложила 0,5 млн фунтов, а «бизнес-ангелы» и менеджеры добавили недостающую часть — и компания Wax Digital вернулась в дело.

## Библиография

Lewis, M. (1999) *The New New Thing, How some man you've never heard of just changed your life*, Hodder and Stoughton, London.

## Ссылки

**Сайт, посвященный финансированию начинающих компаний (в основном, на материале США)** [www.ipo.com](http://www.ipo.com)

### **Несколько официальных сайтов фондовых бирж**

[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

[www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)

[www.londonstockexchange.com/aim](http://www.londonstockexchange.com/aim) — сайт посвящен английскому рынку для небольших растущих компаний — Альтернативному инвестиционному рынку (Alternative Investment Market).

[www.euronext.com](http://www.euronext.com) (сайт Европейской биржи, организованной путем слияния Парижской, Амстердамской, Брюссельской и Лиссабонской бирж)

[www.nouveau-marche.fr](http://www.nouveau-marche.fr) (Французская фондовая биржа для молодых компаний)

[www.deutsche-boerse.com](http://www.deutsche-boerse.com) (Германская фондовая биржа)

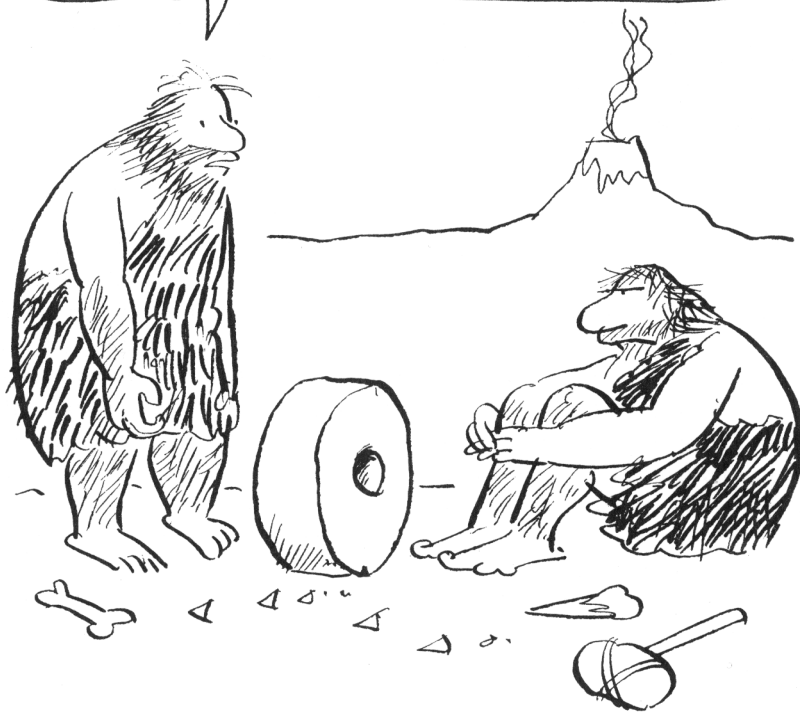
[www.stockholmsborsen.se](http://www.stockholmsborsen.se) (Шведская фондовая биржа)

[www.borsaitalia.it](http://www.borsaitalia.it) (Итальянская фондовая биржа)





ВИДУС, ВЫ ПРОВЕЛИ НЕПЛОХУЮ РАБОТУ В СФЕРЕ  
ИССЛЕДОВАНИЙ И РАЗРАБОТОК, НО ПОКА КТО-  
НИБУДЬ НЕ ПРОИЗВЕДЕТ ПРЯМОЕ ИНВЕСТИРОВАНИЕ  
ВАШЕГО ПРОЕКТА, ВАМ ПРИДЕТСЯ ПОДОБИРАТЬ  
СО СВОИМ ИЗОБРЕТЕНИЕМ.



ЧАСТЬ ЧЕТВЕРТАЯ

Будущее

## Европейский венчурный бизнес: наступление зрелости

Слухи о моей смерти несколько преувеличены.

Марк Твен, 1897 г.

КОГДА ПАРТНЕР Benchmark Брюс Данлеви решил в конце 1980-х годов стать венчурным капиталистом, друзья говорили ему, что он «пропустил свой поезд». Ведь все уже изобретено. То же самое утверждалось, когда к Benchmark присоединился Дэвид Бирн. И все же на первом же собрании партнеров, в котором он принял участие, решался вопрос о финансировании маленькой фирмы под названием eBay. Эта инвестиция стала одним из самых успешных вложений за всю историю венчурного капитала. Когда отрасль переживает самый значительный кризис за свою историю, полезно посмотреть на нее с точки зрения перспективы. В самом деле, изменения со времен бума носят беспрецедентный характер, а глобальная геополитическая нестабильность делает времена еще более смутными. Однако спад предоставляет превосходные возможности создавать новые компании. Период, когда технологические прорывы следуют один за другим с утомительной быстротой, почти по определению чреват наступлением нового бума.

Следующие 5–10 лет окажутся весьма важными для утверждения европейского венчурного бизнеса. Европейцы обладают перед американцами тем преимуществом, что для них спад оказался не столь болезненным, ведь и взятые вершины были не так высоки. И все же требуется пройти еще долгий путь, прежде чем в Европе возникнет тонкая «экосистема»,

необходимая для поддержания венчурного бизнеса. Лучшие европейские венчурные капиталисты знают это. В то время как многие их американские коллеги проводят свое время за игрой в гольф (их достижения позволяют им не очень беспокоиться о спаде), европейские венчурные капиталисты признают, что им надо еще немало потрудиться, чтобы обеспечить выживание своей отрасли.

Собирая материалы для своей книги, я всегда поражалась бесчисленным причудам этого бизнеса. Длинный список этих причуд включает: неприязнь, которую испытывают к венчурным капиталистам предприниматели, чувствующие себя — справедливо или нет — обманутыми; глухоту венчурных капиталистов к этим претензиям; ущерб, причиненный непродуманными, но весьма взрывоопасными условиями инвестиционных соглашений; относительную наивность многих предпринимателей в отношении венчурного процесса и нежелание устранить свое невежество (чтобы все-таки предположить, что когда дела идут плохо, в этом *не всегда* виноваты большие вредные венчурные капиталисты); чрезмерную усложненность системы (работа над 13-й главой, посвященной перечням условий, была настоящим кошмаром, поскольку мне пришлось преодолевать толщу собственного невежества и приступы идиосинкразии); и наконец, то проворство, с которым венчурные капиталисты открывают и закрывают «краник финансирования», в зависимости от стадии цикла. Это положение неправильно оценивается обеими сторонами. За избыточным инвестированием на вершине цикла следует содержание на сухом финансовом пайке в период спада. «Вы ничего не понимаете», — это обвинение раздавалось в свое время в адрес тех, кто не желал поддаваться общему «доткомовскому» помешательству. Сейчас это обвинение звучало бы так: «Вы недостаточно угрюмы».

Таким образом, ни американские, ни европейские капиталисты не испытывают недостатка в вызовах, которые ставит перед ними жизнь. Одна из самых неотложных задач — обеспечение «семенного финансирования» в условиях, когда успех в венчурном бизнесе зависит от размера фонда, которым вы управляете. Очевидно, что, если «семенное финансирование» недоступно, это выбивает одно из звеньев в цепочке венчурного бизнеса. Однако мало кого из венчурных капиталистов это заботит. В идеале немногие опытные венчурные капиталисты, уже разжившиеся деньгами, когда-нибудь устанут от управления крупными фондами и будут возвращать «молодую поросль», помогая усилиям «бизнес-ангелов». А возможно, крупные венчурные фонды будут воспринимать «семенное финансирование» примерно так же, как большие компании смотрят на исследования и разработки: нетрудно сократить издержки и увеличить краткосрочную прибыль, однако вряд ли

это будет плодотворно, если вас заботит будущая продукция. Возможно, эти доводы заставят венчурные фирмы выделять часть своих фондов на «семенное финансирование». А как же соображение, что мелкие сделки чересчур накладны и трудоемки? В таком случае можно произвести несложное исследование: например, если метод «орла и решки» окажется столь же эффективным при отборе сделок, что и подробный анализ, то нужно всего лишь производить достаточное количество инвестиций, чтобы добиться диверсификации портфеля.

Европа, будучи недостаточно развитой, имеет и свои специфические дополнительные проблемы. Основной вопрос состоит в том, как разработать модель, которая переняла бы лучшие стороны бизнеса Кремниевой долины и, в то же время, принимала бы в расчет европейское разнообразие. Кроме того, модель должна как-то компенсировать отсутствие хотя бы некоторого подобия Кремниевой долины и однородного американского рынка с 290 млн потребителей. Немало людей испытывает *злорадство* (*shadenfreude* — нем.) при виде мучений американских капиталистов (реклама автомобиля Hyundai coupe исчезла скорее, чем распространенное в Европе мнение, что интернет-компании являются «глупым изобретением американцев, которое не работает»). Однако, если бы европейцы не пожелали бы вынести никаких уроков из трех десятилетий венчурного опыта по ту сторону Атлантики, это можно было бы объяснить лишь полным ослеплением. Дух партнерства, столь характерный для американской венчурной отрасли, внес существенный вклад в ее процветание. Банкирская же ментальность европейцев продолжает оставаться помехой для развития европейского венчурного бизнеса. Однажды я спросила работника одного европейского фонда, не заставили ли его походы по инвесторам в поисках денег (а их было около 600) более сочувственно относиться к предпринимателям. Ответ не содержал в себе никакой иронии: «Нет, это сделало нас только более безжалостными». Неформальный подход, присущий калифорнийской Мекке венчурного бизнеса, живо контрастирует с «храмами финансирования», воздвигнутыми в Европе (даже самими американскими венчурными капиталистами).

Лишенные собственной Кремниевой долины (попытки скопировать ее в Европе окончились ничем), европейские венчурные капиталисты должны работать над созданием и отладкой звеньев в эффективном цикле венчурного капитала (см. главу 2). Лучшие венчурные капиталисты привлекают лучших предпринимателей, перед которыми открываются двери лучших поставщиков, клиентов и посредников. Это помогает построить успешную компанию. В свою очередь, это позволяет произвести успешный выход, служащий во славу бренда венчурного капиталиста.

Почти все звенья в этой цепочке пока слабы. Отчасти — из-за того, что этого труднее добиться в столь разнообразных условиях целого континента, чем в почти «замкнутой экосистеме, какой является Кремниевая долина». В чем действительно нуждается Европа, так это в венчурных капиталистах масштаба Винода Хослы, создающих целые рынки силой своей личности.

Обеспечение путей выхода представляет собой одну из центральных задач для венчурных капиталистов со всего света. Однако в Европе эта проблема стоит особенно остро. Краткий расцвет европейского рынка акций технологических компаний в конце 1990-х годов обернулся лишь страданиями, и теперь трудно сказать, как он будет возрождаться. Самые проникательные инвесторы понимают, что должны уделять гораздо больше времени созданию «реальных компаний» (в противоположность созданию начинающих компаний для целей IPO), причем лишь немногие из них будут действительно достойны IPO. Между тем, может случиться так, что европейским венчурным капиталистам придется опираться в большей степени на американский рынок или на прибыльные отраслевые продажи. Это, в свою очередь, будет иметь важные последствия при определении структуры компаний.

«Медвежьи рынки» сыграли и позитивную роль, отсеяв слабых игроков. Однако в Европе есть всего 15–20 организаций «институционального качества», и это говорит о том, что отсеивание зашло слишком далеко. В разгар бума существовало по меньшей мере 400 европейских венчурных фирм. В настоящий момент лишь четверть из них пребывает в более или менее здоровом состоянии. А ведь существует необходимость в разнообразии венчурных услуг. Должны существовать фирмы, финансирующие компании на различных стадиях их существования (от зарождения до зрелости). Кроме того, фирмы должны различаться и по масштабам своей деятельности: от национальных игроков и общеевропейских фирм до трансконтинентальных операторов. В данный момент очень многие фирмы обладают фондами, слишком крупными для работы на национальном уровне. В то же время, чтобы действовать в масштабах Европы, им не хватает развитой сети. Более того, венчурные фирмы весьма успешно налаживают связи со своими коллегами, инвестирующими на той же стадии. Однако, сотрудничество с игроками разных стадий в лучшем случае можно назвать «очень хрупким». Особенно это относится к связям между «семенными инвесторами» (такими, как «бизнес-ангелы» и частные инвесторы) и операторами, работающими на более поздних стадиях. Еще одно важное измерение вносят американские венчурные капиталисты. Они привыкли смотреть свысока на европейских коллег. Их появление на европейском рынке в эпоху «мыльного пузыря»

было кратковременным. Пока что лишь какая-то пара фирм пытается всерьез утвердиться на континенте. Ясно, что перенести калифорнийскую модель на европейскую почву весьма непросто. И все же отсутствие сотрудничества между США и Европой лишает европейских предпринимателей и венчурных капиталистов важного опыта, а также не позволяет европейским компаниям выйти на американский рынок. Не способствует развитию венчурной отрасли и тот факт, что европейские венчурные капиталисты желают финансировать только серийных предпринимателей, уже имеющих опыт работы с венчурным бизнесом, а их в Европе не так уж много.

Выискивать изъяны европейского венчурного бизнеса несложно, однако полезно упомянуть и достоинства. Например, необходимость работать в условиях разнообразия языков, культур, законов рождает инвесторов, обладающих куда более широким взглядом на вещи, чем их коллеги из Кремниевой долины с их обособленностью и высокомерием. Несомненно, это может помочь при создании действительно международных компаний. Кроме того, в Европе венчурный бум длился не так долго, как в США, а, следовательно, европейцы сумели сохранить большую степень здравого смысла. Я убеждена, что оздоровление американской экономики отчасти сдерживается наличием слишком большого числа мечтателей, застывших в выдуманной реальности. Так, один 29-летний «доткомовец» из Сан-Франциско в свой день рождения загадал следующее желание: «проснуться на следующий день и вновь очутиться в 1997 г.». Более того, европейское разнообразие может послужить полезным противовесом стадному чувству, обсужденному в главе 3. Помешательство зашло в Кремниевой долине значительно дальше, чем в Европе, продемонстрировав отрицательные стороны американского стадного (кластерного) эффекта. В то же время, европейские венчурные капиталисты все-таки нуждаются в подавлении некоторых развитых стадных инстинктов. Затянувшийся спад дает прекрасную возможность пересмотреть некоторые устоявшиеся представления. Например, является ли финансирование технологических компаний единственным способом заработать деньги в венчурном бизнесе?

Между тем, хотя американская венчурная отрасль и вправду поддерживает инновации, к собственному развитию она подходит без всякого намека на творчество. Например, не ставится под сомнение преобладание товариществ с ограниченной ответственностью, которые привлекают средства со стороны инвесторов каждые 3–4 года. Если задуматься, то это очень странный способ существования для фирмы, работающей в сфере услуг. Европейские фирмы менее однородны по своей природе. Это должно создать поистине плодотворную альтернативу (впрочем, сотрудники Арах уже получили инструкцию прочитать историю Goldman Sachs, и я с нетерпением



жду результатов). И если бы политики поинтересовались, что они могли бы сделать для развития венчурного бизнеса в Европе, то ответ заключается вовсе не в дополнительных деньгах, правительственных субсидиях или налоговых послаблениях. Прежде всего, и это касается и Германии, и Франции, и Швеции, необходимо отменить анти-предпринимательское трудовое законодательство. Однако все эти перемены требуют смены одного поколения, а не пары лет. Хотя страх перед риском и неудачами несколько уменьшился, Европа пока еще отстает от США. Один французский чиновник заметил: «В Европе нам не позволено преуспевать. И не позволено отступаться».

Итак, каково же место предпринимателя в этой неразберихе? Информированные основатели компаний являются важным компонентом зрелого рынка. Практичные институциональные инвесторы, предоставляющие средства венчурным фирмам, знают, что деньги можно заработать, лишь выбрав фирму из «лучшей четверти». Если вы являетесь новичком в предпринимательстве (к сожалению), то вам не удастся выбрать самых лучших венчурных капиталистов, однако вы должны знать, как они должны выглядеть. Чем больше вы будете знать о правилах игры, тем более качественного финансирования вы сможете добиться. Если эта книга помогла вам лучше понять венчурный процесс, она достигла своей цели.

# Глоссарий

Ниже представлен глоссарий терминов, которые часто используются в мире венчурного капитала. Этот глоссарий ни в коей мере не является полным. Например, если вас сбивает с толку очень детализированная терминология, которой усеяны инвестиционные соглашения, обратитесь к главе 13. Кроме того, мы не стали вдаваться в объяснение фундаментальных экономических понятий, таких как обыкновенные и привилегированные акции.

«**Бизнес-ангелы**», или «**ангелы бизнеса**» (**business-angels**) — обеспеченные лица, которые предоставляют денежные средства компаниям, находящимся на ранних стадиях развития, и зачастую делятся с ними своим предпринимательским и деловым опытом в обмен на долю участия. Как правило, они являются выдающимися людьми с точки зрения богатства. При должной удаче и смекалке могут стать важным альтернативным источником финансирования в дополнение к трем другим, обычно используемым на раннем этапе: друзьям, семье и глущам (в оригинале эти три компонента обозначены как 3F (friends, family and fools). — *Прим. ред.*). Возможно, для их обозначения уместен более широкий термин «частные инвесторы», ведь, в конце концов, они не занимаются благотворительностью. Однако название «ангелы» уже прижилось.

**Блокировка (lock-up)** — условие, запрещающее основателям, «бизнес-ангелам», венчурным капиталистам и другим изымать свои доли и продавать свои акции при первой же представившейся возможности сразу после первоначального публичного предложения (IPO). Для основателей блокировка обычно продолжается шесть месяцев или больше. Период блокировки может послужить предметом весьма тяжелых переговоров с банками, производящими андеррайтинг.

**Венчурный капитал (venture capital)** — предоставление собственного капитала молодым компаниям, см. **Прямое инвестирование**.

**Венчурный траст, или траст венчурного капитала (venture capital trust — VCT)** — зарегистрированное в Великобритании образование, предлагающее налоговые послабления мелким инвесторам. Несмотря на то что первоначальной целью является финансирование начинающих компаний, слишком значительную долю средств эти организации выделяют на проведение мелких выкупов компаний менеджерами. Некоторые венчурные трасты продолжают финансировать венчурные компании, однако, если вы рассматриваете их в качестве потенциальных инвесторов, будьте осторожны, поскольку качество трастов значительно различается.

**Внутренняя норма доходности (ВНД) (internal rate of return — IRR)**. Дисконтная ставка — ставка, при которой все положительные и отрицательные денежные потоки фонда (обязательства инвесторов и выплаты, полученные ими) дисконтируются так, что чистая приведенная стоимость фонда получается равной нулю. ВНД, наряду с мультипликатором денежных средств, является важнейшим показателем эффективности работы венчурного капиталиста.

**Возмещение (claw back)**. Имеет место, когда дела идут плохо, и не удается «выдоить» **фиксированный процент вознаграждения**. Многие венчурные капиталисты, предпринявшие индивидуальные инвестиции в период бума, после спада обнаружили, что их фонды как единое целое оказались «**утопленными**» (**under water**), а деньги, взятые ими в качестве фиксированного процента вознаграждения, в действительности, должны быть переданы инвесторам для возврата их начального капитала (или капитала плюс **минимальная доходность (preferred return)**). Если же денежные средства были вложены в акции других технологических компаний, переживших 90%-ное падение стоимости, или в совместное приобретение самолетов для пользования ими по составленному графику (тайм-шеры), то венчурные капиталисты, вероятно, окажутся в большом затруднении (эта проблема была в большей степени характерна для США, чем для Европы).

**Выдавливание (sram down)** — особенно болезненная форма **понижающих раундов**, когда основатели и существующие инвесторы обнаруживают, что в ходе новых раундов финансирования их доли полностью «выдавлены» вследствие финансовых притязаний новых инвесторов. Если компании суждено выжить, то их доли отойдут новым инвесторам.

**Выкупы (buy-out).** В Великобритании, как и в других частях Европы, под этим понятием часто подразумеваются выкупы компании ее менеджментом (**management buy-outs — MBOs**), а в США — выкупы с использованием заемных средств (**leveraged buy-outs — LBOs**). Покупка зрелой, в целом прибыльной компании (бизнеса) производится **фирмой прямого инвестирования**, которая затем будет собственником этой компании в течение 5–7 лет, т. е. до тех пор, пока она не предпримет **выход** путем **отраслевой продажи (trade sale)** или **первоначального публичного предложения (initial public offering — IPO)**. Эти выкупаемые компании могут быть частными компаниями, нередко «выделенными» из крупных компаний (*orphan divisions of large companies*), семейными фирмами, а иногда публичными компаниями (*listed businesses*), которые превращаются, таким образом, в частные. К числу движущих факторов (т. н. драйверов), способствующих росту доходности, относятся долговые обязательства, поскольку на начальном этапе в компанию должны быть произведены значительные вливания заемных средств. Кроме того, команда менеджеров будет мотивирована на хорошую работу посредством предоставления доли в компании. Подобного рода операции, которые широко распространены в деятельности, связанной с прямым частным инвестированием в Европе, традиционно также относят к венчурному капиталу, что является явной бессмыслицей.

**Выпуск новых акций, или флотация (flotation), см. Первоначальное публичное предложение.**

**Выход (exit).** Венчурный капиталист может получить доход, если и только если сумеет осуществить так называемый «выход», т. е. реализовать свою инвестицию. Самыми распространенными формами выхода являются: **отраслевая продажа** или — при благоприятных условиях на рынке — **первоначальное публичное предложение (IPO)**. Последняя форма выхода часто приносит действительно крупный выигрыш. Хотя, даже если IPO происходит, основатели и инвесторы не имеют права сразу же продавать свои акции, не в последнюю очередь — вследствие **блокировки**.

**Генеральный, или главный, партнер (ГП) (general partner).** В товариществе с ограниченной ответственностью роль генеральных партнеров играют венчурные капиталисты или сама компания, которой они владеют. В отличие от **партнеров с ограниченной ответственностью (limited partners)** генеральный партнер может нести ответственность за долги фонда. Таким образом, это придает дополнительную привлекательность

образованию компании, в которой венчурные капиталисты являются акционерами.

**Доходы**, или **доходность (returns)** — денежные средства, заработанные венчурными капиталистами благодаря деньгам своих инвесторов. Когда венчурные капиталисты теряют деньги, доходы становятся отрицательными. Вы можете услышать также от венчурных капиталистов термины «реализованные доходы» и «нереализованные доходы» (realized and unrealized returns). Реализованные доходы представляют собой реальные денежные средства, возвращающиеся к инвесторам. Нереализованные доходы можно определить путем оценки стоимости компаний, которые все еще находятся в портфеле. Таким образом, учитывая, что речь идет о компаниях, не котирующихся на публичном рынке, и о начинающих компаниях, эта величина носит крайне субъективный характер.

**Институциональный инвестор (institutional investor)** — противоположность частному инвестору. В качестве институциональных инвесторов выступают пенсионные фонды, страховые компании, дарственные и благотворительные фонды, являющиеся основным источником капитала для венчурной отрасли. Как правило, они не обладают ресурсами и экспертными знаниями для непосредственного инвестирования в компании, поэтому они вкладывают свои средства посредством **товариществ с ограниченной ответственностью**, организованных венчурными капиталистами.

**Корпоративный венчурный капиталист (corporate venturer)** — корпорации, предпринимающие неконтролирующие (миноритарные) инвестиции в другие компании. Их деятельность может принимать разнообразные формы. Для молодых компаний, которые ведут поиск денежных средств, больше всего подходят корпоративные венчурные капиталисты с внутренними фондами, которые инвестируют в сторонние по отношению к этой корпорации компании (в отличие от тех фондов, которые поддерживают только проекты, возникшие в недрах самой корпорации). К сожалению, корпоративные инвесторы являются одними из самых ненадежных, поскольку в период спада они почти полностью уходят из венчурного бизнеса.

**Кэптивные структуры (captives)** — венчурные фирмы, принадлежащие финансовой организации (банку или страховой компании). Эта модель особенно распространена в континентальной Европе. Сегодня такие

структуры стремятся обрести независимость. Кэптивные структуры производят инвестиции, используя для этого только бухгалтерские балансы материнских организаций. **Полукэптивные структуры** частично привлекают **финансирование третьих сторон (third party funds)** — от институциональных инвесторов, — чтобы дополнить средства, предоставляемые в пределах бухгалтерского баланса материнской организации. Подобного рода операции часто являются прелюдией к полной независимости. Кэптивные структуры бывают довольно забюрократизированными и безликими. Попробуйте выяснить какие-нибудь подробности о членах команды или хотя бы их имена на веб-сайте.

**Мезонинный, или промежуточный, раунд финансирования (mezzanine round)** — последний раунд финансирования перед IPO. Термин может сбить с толку, поскольку в сфере выкупов «мезонинный» означает уровень в структуре капитала, представляющий собой нечто среднее между собственным капиталом и долгом. В сфере же венчурного капитала мезонинный раунд обозначает этап прямого инвестирования, как и все остальные раунды.

**Меморандум о частном размещении (private placement memorandum — PPM)** — маркетинговый документ, выпускаемый венчурными капиталистами, когда они приступают к сбору денежных средств с целью формирования фонда, т.е. к привлечению средств (fund raising). В мире венчурного капитала, где все покрыто тайной, это первый документ, к которому стоит обратиться, чтобы пролить свет на показатели эффективности венчурной фирмы. Хотя представленные материалы тщательно отбираются, PPM может дать представление о состоянии портфеля фирмы. Меморандум не так-то просто раздобыть, однако между посредниками, включая юристов, ведется нечто вроде подпольной торговли этими документами. Таким образом, вы сможете его получить, если у вас есть деньги.

**Минимальная доходность (preferred return)** — «**пороговая ставка доходности**» (или «**планка**»), составляющая обычно около 8%; эту ставку должен преодолеть венчурный капиталист, прежде чем он сможет начать зарабатывать **фиксированный процент вознаграждения**. Таким образом, если речь идет о фонде в размере 100 млн евро с минимальной доходностью 8%, то он должен возратить инвесторам по меньшей мере 108 млн долл., чтобы заслужить фиксированный процент вознаграждения.

**«Многостадийная» фирма венчурного капитала (ФВК) (multistage venture capital firm)** — фирма, которая финансирует как молодые компании, так и выкупы зрелых компаний с использованием заемных средств (leveraged buy-outs — LBOs), а также промежуточные формы. Это явление более распространено в Европе, чем в США, что связано с более институциональным подходом к венчурному капиталу и прямому частному инвестированию в Европе. Скептики могли бы заявить, что для инвестирования на этих различных этапах существования компаний требуются столь разные навыки, что венчурные капиталисты и специалисты по выкупам с использованием заемных средств представляют собой две совершенно разные специализации. Крупные фонды, которые собирают «многостадийные» фирмы, вскоре смягчают свои позиции по отношению к реальному венчурному бизнесу, поскольку мелкие инвестиции неэффективны с точки зрения затрат.

**Мультипликатор денежных средств (cash multiple)** — одна из мер доходности венчурного капиталиста. Если фонд в размере 200 млн долл. в конце концов принес своим инвесторам 600 млн долл., то это означает, что его мультипликатор равен трем. На уровне отдельной инвестиции: 2 млн долл., превратившиеся в 20 млн долл., обеспечивают десятикратный мультипликатор денежных средств (иногда обозначаемый как 10х). Другой мерой доходности является **внутренняя норма доходности (ВНД)**. Институциональные инвесторы, пытающиеся оценить эффективность венчурной фирмы, будут учитывать оба этих показателя.

**Объединение в синдикат, или синдицирование (syndication)** — совместное участие в сделке нескольких венчурных капиталистов. Наряду с предоставлением дополнительного объема денежных средств, синдикаты венчурных капиталистов обеспечивают дополнительные силы экспертов в рамках сектора или географических регионов, значительное расширение контактов за счет получения доступа к внутренним контактам участников синдиката и т. д.

**Отраслевая продажа (trade sale)** — самый распространенный вид выхода; означает продажу данного бизнеса другой, часто гораздо более крупной венчурной компании за деньги, деньги и акции или только акции.

**Оценка постинвестиционной стоимости (post-money valuation), см. Оценка предварительной стоимости.**

**Оценка предварительной стоимости (pre-money valuation)** представляет собой оценку стоимости компании, приписанную ей венчурными капиталистами до совершения инвестиции. Если при предварительной оценке, равной 2 млн евро, было вложено еще 2 млн евро, то **оценка пост-инвестиционной стоимости (post-money valuation)** будет равна 4 млн евро, и капиталист получит 50%-ную долю собственного капитала.

**Партнеры с ограниченной ответственностью (limited partners)** — это институциональные инвесторы в товариществе с ограниченной ответственностью. Термин «ограниченная ответственность» подразумевает, что их риск ограничен только величиной сделанных ими инвестиций — в отличие от **генерального партнера**.

**Первоначальное публичное предложение (initial public offering — IPO)** — механизм, благодаря которому компания попадает в биржевой листинг, т. е. выходит на публичный рынок. Это дает ей возможность продавать свои акции более широкому кругу инвесторов. Для предпринимателя это является чем-то вроде обряда выхода в свет, однако лишь немногие компании достигают этого статуса. Кроме того, когда на рынке преобладают «медвежьи настроения» и инвесторы боятся даже помыслить о новых публичных предложениях, то «окно IPO» может оставаться закрытым на протяжении нескольких лет.

**Первый фонд (first-time fund)**. Для венчурного капиталиста как для предпринимателя одна из сделок оказывается первой. Однако институциональные инвесторы, которые, собственно, и поставляют средства в венчурную отрасль, весьма неохотно идут на финансирование команд, не имеющих послужного списка, поскольку это может затруднить создание компаний. Исключением является лишь период бума, когда деньги вкладываются вслед за «слонами» с лихорадочной поспешностью.

**Перечень условий (term sheet)** — «добрачное соглашение» между предпринимателем и венчурным капиталистом, содержащее условия, которые позже будут включены в инвестиционное соглашение. Обсуждение и подписание перечня условий — это ключевой пункт любых переговоров по поводу инвестиций.

**Плата за услуги менеджмента, или вознаграждение управляющих (management fees)**. Венчурным капиталистам выплачивается вознаграж-



дение за управление фондами. С точки зрения венчурного капиталиста, весьма привлекательным моментом является тот факт, что институциональные инвесторы платят скорее процент от *суммы своих обязательств*, чем от инвестированной суммы, которая на первом этапе может быть не слишком значительной. Предполагается, что плата должна покрыть расходы, однако чем больше фонд, тем больше средств откладывается на выплату высоких зарплат и премий.

**Полукэптивные структуры, см. Кэптивные структуры.**

**Понижающий раунд (down round)** — раунд финансирования, при котором оценка ниже, чем в предыдущих раундах. Компании, которые привлекли первоначальные средства в период бума, неожиданно обнаруживают, что инвесторы соглашаются на дальнейшее финансирование только при условии значительного снижения оценки. Действительно, в самых своих крайних формах понижающие раунды, к сожалению, оставляют основателей, «ангелов бизнеса» и существующих акционеров с акциями, реальная стоимость которых очень низка.

**Пороговая ставка доходности, или «планка (hurdle rate), см. Минимальная доходность (preferred return).**

**Права на защиту от разбавления (anti-dilution rights)** — механизм, посредством которого инвесторы пытаются защитить свои интересы, если последующие раунды финансирования происходят в условиях понижающихся оценок. Будьте осторожны, поскольку эта тема может привести к острым разногласиям в ходе переговоров относительно последующего финансирования (см. главу 13).

**«Представление для лифта» (elevator pitch)** — очень короткое выступление, которое готовится на случай незапланированной встречи между инвестором и предпринимателем в лифте. Концепция такого представления впервые возникла в США. Хорошо подготовленное «представление для лифта» обязательно должно присутствовать в арсенале средств предпринимателя — за время между двумя остановками лифта он должен успеть убедить инвестора в достоинствах своего предложения.

**Преимущественные права на активы компании при ее ликвидации (liquidation preferences)** — еще одна мина, которая может оказаться «закопанной» в условиях инвестиционного соглашения (investment

agreement). Благодаря этому условию, инвесторы последнего раунда финансирования получают свои деньги прежде всех остальных. Если же существует мультипликатор преимущественных прав при ликвидации, то это наделяет инвестора первоочередным правом на многократный возврат инвестированных средств. В этой ситуации основатели и первые инвесторы могут быть полностью вытеснены даже в случае успешного выхода. Кстати, термин «ликвидация» применяется не только к принудительной ликвидации обанкротившейся компании по приказу суда, но и к любому событию, приводящему к возвращению инвестированных средств, например к отраслевой продаже (продаже компании конкретной заинтересованной корпорации, работающей в той же отрасли) (см. главу 13).

**Промежуточное финансирование (bridge financing)** — кредит, обычно предоставляемый существующими инвесторами, чтобы держать компанию на «плаву» вплоть до того времени, когда она сможет обеспечить себе следующий раунд финансирования (т. е. при дословном переводе это и есть «финансовый мост», позволяющий перейти от одного этапа финансирования к другому. — *Прим. ред.*). Однако необходимо убедиться, что речь идет именно о «мосте», а не о «волноломе», т. е. что срок кредита не истечет до поступления новых средств. Как правило, условия промежуточного кредита позволяют этому инвестору подписываться на участие в любом новом раунде со скидкой. Естественно, чем больше вы нуждаетесь в деньгах, тем более жесткими будут условия промежуточного кредита.

**Процедура «дью дилидженс» (due diligence)** — специальный термин для обозначения исследований. Если венчурного капиталиста в достаточной мере заинтересовало инвестиционное предложение, то он проведет процедуру «дью дилидженс». Предметом изучения станет все: от квалификации и анкетных данных членов команды до надежности патентов в технологическом бизнесе. В периоды бума эта процедура была сведена к минимуму. Спад же заставил венчурных капиталистов затягивать этот процесс на неопределенный срок, что подчас попросту скрывает их замешательство.

**Прямое инвестирование (private equity)**. В самом широком смысле этот термин обозначает предоставление прямого финансирования компаниям, не котирующимся на публичном рынке. Здесь существуют значительные расхождения в терминологии. В США под прямым ин-

вестированием подразумевается выкуп компании с использованием заемных средств, причем считается, что эта сфера деятельности не связана с венчурным капиталом. Однако иногда этот термин может относиться к очень многим понятиям — от венчурного капитала до выкупов с использованием заемных средств (*leveraged buy-outs* — *LBOs*). Американский подход к этому понятию получает все большее распространение в Европе, хотя исторически понятие «венчурный капитал» объединяло любые виды деятельности в сфере прямого инвестирования, включая выкупы компаний менеджментом (*management buy-outs* — *MBOs*).

«**Семенной**», или «**посевной**», **достартовый, капитал** (*seed capital*). Форма капитала, которую труднее всего обеспечить. Речь может идти о 100 тыс. евро или подобной сумме, выделенной для разработки образцов продукции и подготовки бизнес-плана. Венчурные фонды за последние годы стали еще крупнее. Это привело к разрушительным последствиям для обеспечения финансирования на ранней стадии, что является чрезвычайно важной частью венчурной среды.

**Серийный предприниматель** (*serial entrepreneur*) — основатель компании, для которого она — не первая в его жизни. Излюбленный тип предпринимателя для венчурных капиталистов, поскольку они чувствуют, что будут меньше рисковать, работая с человеком, уже прошедшим через связанные с этим испытания.

**Серия А** (*series A*) (используются также последующие буквы алфавита) — этот термин применяется для обозначения первого раунда финансирования (после «семенного раунда»). Традиционная американская модель предполагает два или три раунда финансирования (скажем, до серии С). При этом к каждому последующему раунду привлекаются новые инвесторы, платящие в соответствии со все более высокими оценками, пока компания не будет продана. В период бума, когда публичные рынки весьма расположены к первоначальным публичным предложениям, компании иногда оказывались в биржевом листинге сразу после серии А. По окончании эпохи бума раунды финансирования стали совершаться в соответствии со все более низкими оценками (**понижающие раунды** — **down rounds**), и привлечение новых инвесторов стало нелегкой задачей. В настоящее время венчурные капиталисты все более склонны к объединению усилий, т. е. к созданию инвестиционных синдикатов на начальных стадиях финансирования, так чтобы меньше зависеть от

внешних инвесторов в ходе дальнейшего финансирования. Это напоминает старую европейскую модель, где единственный инвестор часто финансирует компанию вплоть до выхода.

**Соглашение о неразглашении (non-disclosure agreement — NDA)** — это как раз то, что так не хотят подписывать почти все венчурные капиталисты.

**Товарищество с ограниченной ответственностью (ТОО) (limited liability partnership/limited partnership — LLP/LP)** — это структура, управляемая в соответствии с соглашением о товариществе (partnership agreement), которая стала основной формой организации американских венчурных фирм, начиная с 1960-х — 1970-х годов. Многие европейские венчурные капиталисты также использовали такую структуру. Срок существования ТОО ограничен, как правило, десятью годами. Идея состоит в том, что венчурный капиталист инвестирует денежные средства в течение первых 3–4 лет (в конце 1990-х годов этот срок был даже короче), а затем оставшийся срок существования товарищества собирает выручку. В конце концов товарищество ликвидируется (иногда это происходит после расширения).

«**Утопленные фонды**» (**under water**). Обычно фонд называют «утопленным», если оказывается, что он, скорее всего, не сможет вернуть инвесторам все вложенные в него деньги. Венчурная фирма не сможет долго существовать, если она теряет деньги инвесторов.

**Фиксированный процент вознаграждения, или доля в прибыли (carry, или carried interest)** — лакомый кусочек для венчурного капиталиста (дословный перевод — «перенесенный интерес»; выплаты вознаграждения повышают заинтересованность венчурного капиталиста в успехе. — *Прим. ред.*). В типичном **товариществе с ограниченной ответственностью** прибыль делится таким образом, что 80% идут **партнерам с ограниченной ответственностью** (институциональным инвесторам), а 20% — **генеральному партнеру**. Фиксированный процент вознаграждения обогатил многих венчурных капиталистов. Его распределение в пределах конкретного товарищества (определяемое обычно еще при основании фонда) может стать источником беспокойства, нестабильности, а в крайних, неразрешимых ситуациях — причиной развала фирмы.

**Финансирование третьими сторонами (third party funds)** — деньги от внешних институциональных инвесторов. Например, **полукэптивные**

---

**венчурные структуры** инвестируют частично в пределах балансов материнских организаций, а частично — за счет средств, привлеченных от третьей стороны — внешних институциональных инвесторов.

**Фонд (fund)** — инструмент инвестирования венчурного капиталиста. Главными моментами являются: размер фонда (например, 100 млн евро), поколение капитала (vintage) (например, 2001 г.), а также его порядковый номер (например, фонд 3 — это третий фонд данной венчурной фирмы). Как правило, фонд организуется как **товарищество с ограниченной ответственностью**.

# Предметный указатель

## А

Автоматическая конвертация 281  
Агентства по выкупу 18  
Агентство прямого инвестирования 292  
Азиатские фондовые рынки 110  
Аклэнд, Саймон 175, 177  
Акт о банкротстве 381  
Акт Сарбейнса-Оксли 370  
Акции, см. также Обыкновенные акции; Привилегированные акции  
    специальный класс для работников (класс e) 280  
Альберг, Крис 335, 339  
Альтернативный инвестиционный рынок при Лондонской фондовой бирже 86, 97, 368, 384  
«Американские горки» 11  
Американский венчурный бизнес  
    венчурное сообщество 175  
    венчурные фонды 58  
    гарантии, предоставляемые компанией 290  
    законодательство, защищающее акционеров 269  
    корпорации 111  
    модель 167  
    перечни условий для конвертируемых привилегированных акций 277  
    предоставление собственного капитала, а не заемных средств 90  
    предприниматели 240  
    принципы 272  
    продажа акций 284  
    публичный рынок 284  
    статистика 74  
Амнезия 71  
Аналитики 50  
Аналитические способности венчурных капиталистов 199  
Англия 42  
Андеррайтер 285, 314  
Андеррайтинг 369, 394  
Арно, Бернар 42, 100, 108, 381

Арчамбо, Эрик 315  
Аудит 289  
Аутсорсинг 330

## Б

Баланс сил 307  
Балмер, Стив 207  
Банк Англии 34, 88  
Банкиры 73  
Банковские кэптивные структуры 90, 166  
Банковская ментальность 173  
Банкротства 276  
    венчурных капиталистов 60  
Баркдейл, Джим 68  
Барнард, Ник 102  
Бездействующие объекты инвестирования 36  
Бельгия 34  
Бергер-Кальдерон, Макс 69  
Берлин 112  
Беспроводная цифровая мобильная связь третьего поколения (3G) 191  
Беспроводной Интернет 221  
«Бизнес-ангелы» 94, 178, 180, 184, 308, 366, 376–377, 394  
    инвестиции 42  
    сети 176  
    структуры 99  
Бизнес-планы 68, 76, 170, 172, 178, 183, 189, 203, 215, 217, 219, 223–224, 225, 242, 260, 262, 337, 232  
    конкурсы 186  
    «незапланированные» 184  
Бизнес-цикл 63, 172  
Бикрофт, Адриан 27, 55, 76, 84, 93–94, 279, 342, 379  
Биотехнологии 68, 96, 205  
Биотехнологические компании 96  
Биотехнологический мини-бум 233  
Биржевой листинг 400, 403  
Битва между новыми инвесторами, существующими инвесторами и командой

- менеджеров 358  
Благотворительные фонды 38, 397  
Блеф 305  
«Близорукость рынка капитала» 70–71  
Блокировка 285, 394, 396  
    период 113, 286  
«Блошинный рынок в онлайн-овом режиме» 238  
Бонафе, Андреа 173, 179  
Бондерман, Дэвид 107–108  
Бони, Фаусто 99  
Бостон 205  
Боуз, Майк 383  
Браверманн, Филипп 354–355  
Браун, Гордон 106  
Брейер, Джим 198  
Бренд 54, 227  
    Кремниевой долины 315  
    мощь бренда венчурного капиталиста 54  
    построение бренда 55  
    успешные бренды венчурных капиталистов 54  
Брёл, Алекс 257  
Британская ассоциация венчурного капитала 55, 85  
Брук, Питер 89  
Булонский лес 186  
Бум 73, 202, 403  
Бутик 195  
Бухгалтеры 196  
Бухгалтерские балансы материнских организаций 398  
«Бычий рынок» 107, 313
- В**  
Вагнер, Питер 16  
Валентайн, Дон 339  
Валовой доход на реализованные инвестиции 51  
Варранты 275, 277, 280  
Вашингтон 34  
Веб-сайты венчурных фирм 61, 202  
Великобритания 34, 49, 96–97, 100, 104, 200  
«Великий выход Бикрофта» 85  
Венчурная отрасль 11, 63, 397  
    различия между европейскими и американскими методами (подходами) 269, 290  
Венчурное сообщество 106  
    в Европе 300  
Венчурное финансирование 69  
Венчурные инвесторы 167  
Венчурные капиталисты (ВК) 23–25, 27, 37, 44, 47, 49–50, 56, 58, 67–68, 71–73, 76–79, 80–81, 96, 110, 172, 177, 216–217, 227, 250, 254, 288, 397–398, 401  
    банкротство 60  
    второго ряда 54  
    европейские 24, 240, 297  
    знания, биография, квалификация 196–197  
    из Кремниевой долины 45  
    лучшие 11  
    мощь бренда 54  
    некомпетентность 193, 331  
    необходимые навыки 198  
    одни и те же этапы обучения с предпринимателями 80  
    отказ от сделки 263  
    отказ предоставлять гарантии 378  
    поведение 73  
    подготовка сделки 254  
    требования от компаний оплаты своих представителей в правлении 296  
Венчурные партнеры 43  
Венчурные фирмы 18, 43–44, 76, 97, 104, 173, 184, 206, 238, 399  
    быстрая смена сферы основных интересов 211  
    веб-сайты 61, 202  
    изменение географии деятельности 211  
    кадровая политика 80  
    методы работы 265  
    механизм принятия решений 309  
    «многостадийные» 399  
    первая волна 65  
    различия 205  
    финансовое положение 264  
Венчурный капитал 10, 18, 55, 64, 90, 92–93, 97, 99, 270, 394, 398, 403  
    как отрасль, производящая услуги 37  
Венчурный траст 395  
Верресен, Катя 186, 221  
«Вертикальная» стратегия 335  
Взаимное доверие 255  
Взаимодействие в режиме диалога 332  
Взаимоотношения между предпринимателями и инвесторами 332–333  
Видение 178, 199, 246–247, 381  
Вильсон, Гарольд 88  
ВНД, см. Внутренняя норма доходности  
Внешние инвесторы 403  
Внешние институциональные

- инвесторы 40, 405
- Внутренние раунды финансирования 348–349, 351
- Внутренняя норма доходности (ВНД) 51–52, 54, 278, 395, 399
- способы вычисления 51
  - три различные нормы 51
- «Возврат к основным принципам» 78
- Возвращение прав 292, 307
- различие европейского и американского подходов 292
- Возмещение 395
- Вознаграждение 296
- за сделку 173, 297
  - неконкурентная схема 60
  - управляющих 400
- Вольф, Джонатан 178
- Восприятие 333
- неудач 200
- Враждебное поглощение 105, 370
- Время 187, 301
- Время, когда проводился сбор средств для организации фонда 202
- Врожденный оптимизм 268
- Встречи 240
- первая 241, 250
  - вторая 250
  - с командой старших менеджеров 251
  - предпринимателя и инвестора в лифте 185
- Вторичное размещение 284
- Вторичный рынок ценных бумаг 363
- Вторая ипотека 170
- Вторая мировая война 34
- Второй раунд финансирования 206
- Вуд, Мартин, сэр 88
- Вудолл, Тринни 102, 380
- Вудсайд (в Силиконовой долине) 47
- Выбор лучших возможностей 227
- Выбор момента 365
- Выдавливание 110, 347, 350, 355, 370, 395
- «Выделения» 107
- «Выкупная ментальность» 275, 292, 297
- Выкупная премия 280
- Выкупы 396
- на поздней стадии 254
- Выкупы компаний менеджментом 17, 65, 87, 93, 270, 292, 395–396, 403
- Выкупы с использованием заемных средств 17–18, 21, 75, 101, 270, 396, 399, 403
- Выплата контрактного ущерба 291
- Выпуск новых акций, или флотация 396
- Выработка торговой стратегии 260
- Выручка 363
- Вытеснение с рынка венчурных фирм 111
- Выход 16, 37, 49, 73, 167, 230–231, 235, 247, 345, 357, 361, 396
- две основные формы успешного выхода 169
  - принудительный 320, 344
- Выход на публичный рынок 231
- Выяснение биографии предпринимателей 254
- Г**
- Гаага 92
- Гавайи 357
- Гарантии 290, 319, 377
- коллективные и множественные 291
  - нарушение 291, 378
- Гарвард 99
- Гарвардская школа бизнеса 70, 222–223, 234–235, 335
- Гейген, Мартин 73
- Гейтс, Билл 169
- Генеральный партнер (ГП) 35–37, 39, 51, 75, 257, 396, 400, 404
- Генетическая медицина 72
- География 205
- Германия 90–91, 113, 197, 327
- неустойчивая налоговая политика правительства 98
- Германская фондовая биржа 384
- Гиннес, Артур 64
- Генеральные директора
- замена 79
  - роль 260, 335
- Глобальное расширение 218
- Глобальные отрасли, находящиеся на стадии становления 205
- Глобальные организации 205
- Гловер, Энн 49, 94, 201, 222, 248–249, 254, 310, 337
- «Глупые деньги» 16–17
- Годы ввода капитала 65
- «Горизонтальная стратегия» 335
- «Горячие венчурные капиталисты» 70
- «Горячие сделки» 70
- Государственное регулирование 41
- Государственные гарантии 98
- Готовность встать и уйти 350
- Грамотный юрист 188
- Гран-Клеман, Жан-Люк 92
- Гранты 92



- График венчурного капиталиста 187  
Гринспен, Алан 71, 98  
Гру, Крис 233  
«Групповое мышление» 80  
Гэр, Крис 176
- Д**  
Дай, Тони 76  
Дайсон, Эстер 94, 176  
Данлеви, Брюс 27, 179, 200, 238  
Дарлинг, Саймон 272  
Дарственный фонд Йельского университета 52  
Дата, до которой предприниматель обязан выкупить акции, приобретенные инвестором 283  
«Двойное размещение акций» 366  
Дейв, Питер 96  
Делл, Майкл 169, 207  
Демонстрация обязательств 171  
День благодарения 357  
«Деньги, обусловленные наличием связей» 206  
Держатели обыкновенных акций 280  
Детальное описание продукта или услуги 223  
Джексон, Майкл 95, 98, 109, 309  
Джексон, Тим 367  
Джиампаоло, Дэвид 68  
Джордан, Эдди 103  
Джус, Билл 185  
Дивиденды 284  
    кумулятивные 280, 283, 354  
    некумулятивные 280  
    по привилегированным акциям 276  
Динст, Рольф 75, 380  
Директора, не обладающие исполнительными функциями 173, 296, 326–329  
Дисбаланс между предпринимателями и венчурными капиталистами 301  
Дисконтированная заключительная стоимость 235  
Дисконтная ставка 395  
«Дно» цикла как лучшее время для инвестиций 78  
Добавление стоимости 206, 334  
Добавленная стоимость 327  
Добри, Джеймс 198, 200, 257  
Доверие 299  
Доз, Крис 95  
Доктора философии 233  
Документация 269  
Доля капитала, определенная обязательствами 21  
Долевая структура капитала 229  
    подробное описание 319  
Дополнительные сведения 337  
Дополнительные силы экспертов в рамках сектора или географических регионов 399  
Дорогостоящая школа бизнеса 195  
Доступ в Интернет с мобильных телефонов 109  
Доступ к клиентской базе 259  
Доступ к обширному кругу потенциальных клиентов и поставщиков 210  
«Доткомовский проект» 171  
«Доткомовское лето» 1999 г. 98, 171, 365  
Доуэрр, Джон 43, 60, 66, 85, 107  
Доходы, или доходность 37, 202, 218, 239, 397  
    критерии 167  
    «нереализованные доходы» 397  
    «реализованные доходы» 397  
Дочерняя фирма 265  
Дрезденский технологический университет 257  
Дуг 193  
Дух партнерства 270  
«Дью дилидженс», процедура 48, 79, 175, 187, 194–195, 212, 220, 244, 252–253, 259–260, 266, 295, 302–303, 310, 312, 357, 378, 402  
    бухгалтерская 296  
    в отношении самого венчурного капиталиста 263  
    издержки венчурных капиталистов на ее проведение 173  
    расходы на ее проведение 309  
    юридическая 296  
Дьюкс, Кэрол 171
- Е**  
Европа 11, 18, 25, 34, 67, 70, 72, 111, 113, 270, 272, 403  
Европейская ассоциация прямого инвестирования и венчурного капитала 51, 69, 270  
Европейская биржа 384  
Европейская венчурная отрасль 196–197  
    бизнес-планы 216  
    бизнес-презентации 225  
    венчурное сообщество 300  
    венчурные капиталисты 24, 240, 297  
    венчурные фирмы 99  
    законодательство, защищающее кредиторов 269  
    зарождение 87  
    инвесторы 328  
    инкубаторы 99

- объединение усилий венчурных капиталистов 313  
 первый реальный спад 93  
 перечни условий 272  
 представительства фирм из Кремниевой долины 205, 207  
 прямое частное инвестирование 396, 399  
 уровень технологической подготовки 257
- «Европейская версия Kleiner Perkins» 107  
 Европейская комиссия 97  
 Европейский аналог интернет-аукциона eBay 367  
 Европейский инвестиционный банк 42  
 Европейский инвестиционный фонд 42, 97  
 Европейский рынок 55  
 «Европейский Стэнфорд» 191  
 Европейский технологический бизнес 354  
 Европейский фонд компании Benchmark 45  
 Естественные науки 197
- Ж**  
 Жадность 75  
 Жертвы моды 217  
 Жесткие требования к эффективности компаний 370
- З**  
 Забалансовое инвестирование 167  
 Забывание информации 246  
 Завершение сделки 5, 317, 320  
 Завышенные ожидаемые оценки 251  
 Завышенные притязания предпринимателей в отношении оценок 271  
 Заемные средства 90  
 «Заказывать статистику» 225  
 Заключительные юридические документы 318  
 Законодательство 269  
 Закон убывающей доходности 268  
 Замена  
   генеральных директоров 26, 79, 338  
   основателя 213, 247, 338–341  
 Запутанные формулировки 267  
 Зарплата 401  
 Защита от разбавления 273, 281–282, 300, 306, 358  
   на основе средневзвешенной 282, 308  
   с «полным храповым эффектом» 282, 348, 354  
   скрытые формы 281
- Защита от риска 79, 197  
 «Звездные войны» 101  
 Здоровое партнерство 256  
 Зегелар, Роб 214  
 «Зеленого башмака правило» 367  
 «Змеиное масло» 189  
 Знание венчурного процесса 247  
 Зокко, Джузеппе 171, 216, 224, 226, 246, 252, 261  
 Золотая лихорадка 73
- И**  
 Игры в «хорошего полицейского» и «плохого полицейского» 302  
 Избавление от тараканов 222  
 Избыточный капитал 21  
 Издержки 266  
 Изменение бизнес-модели 338  
 Инвестирование  
   в интернет-компании 100  
   минимальный размер инвестиции 204  
   на «ранних стадиях» 74, 203  
   процедура 210  
   с последующим немедленным увольнением основателя 213  
   сумма 401  
   успешное 247  
 Инвестиционное предложение 48  
 Инвестиционное поведение 78  
 Инвестиционные активы  
   классы 52  
 Инвестиционные банки 101, 204, 349  
 Инвестиционные банкиры 173, 196, 254, 331, 365, 370, 372  
 Инвестиционные соглашения 270  
 Инвестиционные циклы венчурного капитала 93  
   «дно» цикла как лучшее время для инвестиций 78  
 Инвестиционный комитет 309, 320, 332, 357, 373, 383  
 Инвестиционный синдикат 307, 318–319, 367, 400–401, 403  
 Инвестиционный траст 42  
 Инвесторы 58, 199, 215, 223, 333, 395, см. также Институциональные инвесторы; Корпоративные инвесторы  
   в Европе 21, 328  
   в портфеле которых много компаний 207  
   в портфели неотирующихся компаний 97  
   две группы 332

- единственные: финансирование компании вплоть до выхода 211, 404  
играющие на понижение 82  
изменение стадии инвестирования 211  
младшие 352  
на ранней стадии 101  
неспособность предпринять новую инвестицию 212  
«неудобные» 349  
новые 352  
обладающие привилегированными акциями (с правом участия в последующих раундах) 283  
оптимальное число (три) 212  
основные 352  
отказ от инвестирования на ранних стадиях 204  
поздние 350  
последнего раунда финансирования: право на первоочередное получение денег 402  
потребность в выходе 283  
три категории («потерянные», «собирающие информацию», «действительно заинтересованные») 250  
специализирующиеся на дочерних компаниях университетов 234  
фондового рынка («быки») 79
- Ингландер, Питер 7, 36, 83, 231  
Инкубаторы 104–105, 107  
Инновации 63  
Инсайдеры 332  
Инстинкт 199  
Институциональные инвестиции 75, 167  
Институциональные инвесторы 40, 43, 59, 111, 167, 397–401, , 404–405  
Инструменты условного собственного капитала 275–276  
Интеллектуальная собственность 248  
патенты 262  
Интернационализация концепции предпринимательства 89  
Интернет 63, 66, 70, 72, 76  
Интернет-компании 38, 42, 67, 71, 104, 111  
Интернет-мания 80, 98, 112  
Интуиция 199  
Информационные технологии (IT) 205  
Иоанноу, Стелиос Хаджи 144  
Ирвинг, Ричард 260, 381–382  
Ирвинг, Чарльз 72, 228, 240, 305  
Иррациональное процветание 20, 72, 98  
Иррациональный пессимизм 20  
Исключительность (эксклюзивность) 295, 308–309
- Использование сравнимых величин 234  
История 224  
Источники капитала 397  
Итальянская фондовая биржа 384  
Итоговая документация 268  
Йоффе, Дэвид 335
- К**  
Кавасаки, Гай 206, 210, 224, 227–228, 243  
Кадровая политика венчурных фирм 80  
Казначейство Великобритании 97  
Калешке, Питер 91  
Канада 175  
Кандола, Ник 319  
Канцлер Германии 112  
Капитал для целей технического развития 88  
Капитализация более 1 млрд евро 325  
Карри, Крис 85  
Картеллеры, Макс 268  
Картотеки «golodex» 183  
Качество консультирования 207  
Кейнс, Дж. М. 337  
Кёлер, Герд 98  
Кембридж 96  
Кембриджский университет 94, 113, 265  
Кембриджский центр предпринимательства 217  
Киндлебергер, Чарльз 64  
Кинросс, Джон 86  
Кларк, Джим 362  
Классы инвестиционных активов 52  
Классы привилегированных акций 274  
Клейн, Майкл 71  
Клейнер 68  
Клиенты 225  
важность 197, 218, 226  
деление на «кроликов», «оленей» и «слонов» 226  
категории 258  
опрос 258–260  
Клод, Филлипп 335, 339  
Клоссен, Карстен 96  
«Клубный» бизнес 315  
Колесо рулетки 309  
Коллинз, Фил 94  
Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) 284, 366  
Комитет Макмиллана 88  
Комитет по проведению продажи 373  
Комолли, Кевин 163, 257, 312  
Компании «на 1 млрд долл.» 56, 75

- Компании, не котирующиеся на публичном рынке 397
- Компании образа жизни 170
- Компании, поставляющие корм для собак посредством Интернета 77
- Компании, предоставляющие услуги связи 176
- Компании прямого инвестирования 44, 60, 89, 100, 396
- крупные 204
- Компания, специализирующаяся на дизайне кухонь 208
- Компенсации 291, 319, 377
- Компромисс 316
- Компромисс между оценкой, качеством инвестора и условиями 306
- Конвертируемые привилегированные акции 272, 274, 280
- с правом участия 275, 278
- Конкуренция 68, 227, 249, 300, 315
- «Конкурс красоты» 365
- Конкурсы бизнес-планов 186
- Константин, Сьюзан 102, 380
- Консультанты 184
- в области менеджмента 196
- Консультирование 207
- Континентальная Европа 90, 238, 397
- Контролировать встречу 245
- Конфиденциальность 295
- Королевский колледж в Лондоне 113, 173, 181
- Корпоративные инвестиции 92
- Корпоративные инвесторы 288–289, 357, 375, 397
- Корпорации 204
- Кох, Ганс-Дитер 41, 222
- Козн, Роналд, сэр 21, 45, 60, 72, 82, 84, 89, 207
- Коэффициент конвертации 281–282
- коррекция 282
- Кража идей/клиентов у предпринимателей 212
- Крайняя точка спада 215
- Крах
- в телекоммуникационной отрасли 173
  - инвестиций в «доткомовские» проекты (интернет-компаний) 79, 175
  - «мыльного пузыря» интернет-компаний 98, 110, 355
  - оценок на публичных рынках 78
  - синдикатов 314
- Кредит, предоставляемый существующими инвесторами 402
- Кредитор с правом на активы компании 276
- Кремниевая долина 16, 17, 19, 37–38, 43, 45, 47, 78, 93, 102, 106, 111, 175, 204–205, 239, 271, 310
- Кризис на публичных рынках в марте 2000 г. 271
- Критерии доходности 167
- «Кролики» 226
- «Круг знакомств» 207
- Круглый стол европейских промышленников 91
- Крупные организации
- корпорации 349
  - ненадежность 204
  - преимущества 210
  - прямого инвестирования 204
- Кукси Дэвид, сэр 90–92, 195, 343
- «Культура звезд» 43
- Культурные различия в восприятии неудач 200
- Кумулятивные дивиденды 280, 283, 354
- Купер, Кэри 23
- Куту, Шерри 365–367
- Кэптивные структуры 93, 40, 266, 397
- банков 166, 90
- Кэш, Джон 191, 193, 209
- Л**
- Ламберт, Ричард 10
- Лампа с угольной нитью накаливания 221
- Ларкомб, Брайан 60, 109, 210, 367
- Ледзион, Майкл 189, 265
- Лейн, Рей 198
- Лернер, Сэнди 339
- Лиато, Бернар 169
- Лидерство 246
- Ликвидационный порог 353
- Ликвидация 169, 277, 359, 380, 383, 402
- несвоевременная 382
- Ликвидность акций 368
- Линч, Майк 57, 169, 207
- Лицензионная модель бизнеса 223
- Личные дела ведущих сотрудников 265
- Личный послужной список 314
- Лондон 78, 191
- Лондонская фондовая биржа 42, 57, 96, 98, 366
- Лондонская школа бизнеса 12
- Луц 33
- Лучшие
- венчурные капиталисты 11
  - предприниматели 227
  - консультант в области стратегии менеджмента 198
  - инженер 198
  - банкир 198

- Льюис Майкл 362  
Люди 227, 260  
Люди, оторванные от действительности и не вступающие в контакт 208
- М**
- Магистр бизнес-администрирования 89  
Магретта, Джоан 221  
Мадфорд, Вики 85  
Макговерн, Пэт 201  
Макей 71  
Макенродт, Йохен, доктор 90–91  
«Макларен Ф1» 95  
Макмиллан, Х. П. 87  
Макмонигалл, Джон 50, 208, 253, 368  
Малмстен, Эрнст 73  
Малони, Барри 267  
Мальта 105  
Мартин, Джим 96  
Массачусетский технологический институт 34, 88  
Материнская организация 398  
Маттюз, Терри 175  
«Медвежий рынок» 173, 251, 301, 336, 372  
«Медвежья настроенность» 315  
«Медовый месяц» 265  
Мезонинный (или промежуточный) раунд финансирования 398  
Мейфэр (район в Лондоне) 57, 192, 239  
Меморандум о частном размещении 51, 398  
Менеджеры 376  
    по работе с клиентами 196  
Менеджмент 246  
    как динамическое, а не статическое понятие 26  
    опытные управляющие 83  
    увольнение 213  
«Менеджмент, менеджмент и еще раз менеджмент» 339  
Менло-Парк 17  
Меритократия 43  
«Мерседесы» в области программного обеспечения» 222  
Меры против разбавления 306  
Место в правлении 328  
Метод дисконтированных денежных потоков 235  
Методы в американском стиле (предоставление собственного капитала, а не заемных средств) 90  
«Механизированная губка» 84  
Механизм голосования 287  
Механизм принятия решений 309–310, 312  
Микер, Мэри 365  
«Миллиардер на бумаге» в технологическом бизнесе 207  
Минимальная доходность 395, 398  
Минимальный размер инвестиции 204  
Министерство торговли и промышленности Великобритании 97  
Миноритарные позиции 288  
Минто, Грэм 330  
Миранда, Стэн 107  
«Мировое ожидание» 174  
Младшие инвесторы 352  
Многонациональная группа менеджмента (MMG) 89  
«Многостадийная» фирма венчурного капитала (ФВК) 399  
«Многостадийный» подход 34, 45  
Мода на венчурное инвестирование 69, 71  
Модели «бизнес — бизнесу» (b2b) 68, 100, 103, 318, 357  
Модели «бизнес — клиент» (b2c) 99, 100  
Модели бизнеса 245  
    претендующие на «всеядность» 221  
«Модники» 205  
Монтанус, Герри 101, 178, 183, 229, 232, 339, 379  
Морган, Дж. П. 73  
Морен, Пьер 102, 170, 359  
Мориц, Майк 198  
Моррис, Вик 101  
Мохaupt, Верена 80, 112  
Мультипликатор денежных средств 52, 283, 395, 399  
    при ликвидации 348  
Мультипликатор заработной платы 291  
Мультипликатор преимущественных прав при ликвидации 278, 280, 402  
Мультипликатор «цена/прибыль» 234  
Мультипликаторы выручки 233, 235  
Мур, Джеффри 95  
«Мыльные пузыри» 77, 79, 81, 108, 215  
    интернет-компаний 98  
    технологических компаний 15  
Мьюирхед, Чарльз 172–175, 178  
Мэлоун, Барри 179  
Мэрдок, Саймон 100  
Мюнхен 113
- Н**
- Наблюдательный совет 327  
Навыки, необходимые хорошему венчурному капиталисту 198

- Навыки, требующиеся на разных этапах существования компаний, различия 247  
 Наделение правами 292  
 Назначенный администратор 195  
 Налоговые послабления при выплате процентов 270, 276  
 Налоговые убежища 97  
 Налоговый режим в отношении прироста капитала 97  
 Нанотехнологии 68, 304  
 Нарушение гарантии 291, 378  
 Наставник 201  
 Настойчивость 172  
 Насущная проблема 222, 248  
 Науки о жизни 335  
 Национальные ассоциации венчурного капитала 61  
 Национальные фирмы 205  
 Начинающие компании 21, 74, 96, 105, 261, 327, 397  
 Недостаток личного доверия 251  
 Недостаточная ликвидность 370  
 Недостаточно «продавать видение» 179  
 Независимый представитель от основателей 328  
 Независимый представитель отрасли 328  
 Незначительный потенциал рынка 251  
 «Не искать работу» 296  
 Неисполнительные директора, см. Директор, не обладающий исполнительными функциями  
 Неисполнительный председатель, см. Председатель, не обладающий исполнительными функциями  
 Некомпетентность венчурных капиталистов 193, 331  
 Неконкурентная схема вознаграждения 60  
 Некумулятивные дивиденды 280  
 Неликвидность частных компаний 234  
 Неопределенность 236, 370  
 «Неправильный уход» 292  
 Неприглядные методы 362  
 Нереализованные доходы 397  
 Несвоевременная ликвидация 382  
 Несогласие по поводу сроков 376  
 Неспособность предпринять новую инвестицию 212  
 Нестандартные пути привлечения внимания инвесторов 228  
 Нехватка «путей выхода» 85  
 Нехватка наличности 212  
 Нидерланды 101  
 Новая экономика 15  
 Новые раунды финансирования с более низкими оценками 231  
 Новый инвестор 352  
 Нордхаус, Уильям 221  
 «Ноттинг Хилл» 174  
 Ньютон, Джон 167
- О**
- Обвал оценок на публичных рынках 111  
 Обучение предпринимателей 242  
 Объем продаж 109  
 Объяснение рынка 216  
 Обыкновенные акции 273, 280, 350  
     типа А 275, 280  
 Обязательная сила 268  
 Обязательства конфиденциальности 318  
 Обязательства по подписке 318  
 Ограничение на право участия 275  
 Ограничительные условия 319  
 «Окно IPO» 361, 400  
 Оксфордский университет 113  
 Оксфордский союз 86  
 «Олени» 226  
 Омидьяр, Пьер 238  
 Онлайн-компания финансовых услуг 365  
 Операционные коэффициенты 363  
 Операционный опыт 198  
 Оплата  
     за участие в работе правления 173  
     юристов 173  
 Опоздавшие всегда оказываются проигравшими 72  
 Опрос клиентов 258–260  
 Оптимальное число инвесторов (три) 212  
 Оптические сети 68, 109  
 Опционы 277, 373  
     менеджеров 350, 375  
     на акции 369  
     пакет опционов на акции компании-покупателя 377  
     пул 293, 300  
 Опыт 200  
     общения с определенным венчурным капиталистом 207  
     привлечения средств 300  
     работы в команде 227  
 Опытные управляющие 83  
 Организация «случайной» встречи с венчурным капиталистом 185  
 Организация синдикатов 167  
 Основатели 26, 99, 169–170, 217, 229, 261, 286, 376, 395  
     замена 247, 339

- Основные инвесторы 352  
Основные качества хорошего предпринимателя 246  
Остерегайтесь прибегать к блефу 305  
Отбор сделок 199  
Ответственность 201  
Отказ 172  
Отказ венчурных капиталистов предоставлять гарантии 378  
Отказ от инвестирования на ранних стадиях 204  
Отказ от сделки 263  
Открытость 247  
Отраслевая продажа 169, 277, 371, 396, 399  
«Отрицательный контроль» 270  
Отсутствие согласия 172  
Официальные сайты фондовых бирж 384  
Офшорная структура 36  
Оценка в отношении ссуды 276  
Оценка пост-инвестиционной стоимости 191, 229, 233, 235, 274, 276, 347, 399–400  
Оценка предварительной стоимости 102, 178, 229, 235, 274, 276, 291, 294, 304, 400  
Оценка реакции клиентов 259  
Оценка рынка 258  
Оценки 167, 232, 251  
    в Германии 234  
    европейских компаний прямого частного инвестирования 78  
Оценки компании 368  
    более высокие 195, 403  
    завышенные ожидаемые оценки 251  
    завышенные притязания предпринимателей в отношении оценок 271  
    начинающей интернет-компания 233  
    понижающиеся 167, 401  
Ошибочные решения о найме 341
- П**  
Пало-Альто 47, 179, 313  
Паника 332  
Париж 191  
Партнеры 195, 240  
    ранее работавшие в биотехнологических компаниях 80  
    с ограниченной ответственностью 35–37, 39, 54, 75, 78, 168, 254, 348, 361, 378, 396, 400, 404  
Патенты на интеллектуальную собственность 262  
Патрикоф, Алан 89  
Пенсионные фонды 397  
Первая волна венчурных фирм 65  
Первая встреча 241, 250  
Первая германская фирма, попавшая в листинг NASDAQ 96  
Первоначальное публичное предложение (IPO) 49, 54, 70–71, 78, 85, 95–96, 98, 100–101, 108–109, 110, 169, 175, 231, 275, 278, 281, 284–285, 314, 320, 338, 345, 354–355, 361–363, 365, 369, 372, 375, 394–396, 400, 403  
    квалификационное IPO 281  
    «окно IPO» 361, 400  
Первоначальное соглашение 269  
Первая европейская конференция 106  
Первый американский венчурный цикл 64  
Первый миллион на продажах 226  
Первый раунд венчурного финансирования 92, 403  
Первый фонд 400  
Переговоры 5, 298  
    вопрос об оценке 303  
    выбор времени 303  
    инструмент давления на переговорах 285  
    стиль ведения 302–306  
    твердая позиция 299  
    провал 319  
    процесс 268  
Перегретый рынок 362  
Перестраиваемые лазеры 330  
Перечень условий 177, 179, 188, 191, 194, 239, 252–253, 259, 262, 266–268, 274, 277, 290, 293, 295, 301, 305, 318–319, 347, 400  
    в американском стиле 269  
    вырождение структуры 272  
    европейские 272  
    подписание 263, 308, 310  
    структура 269  
    «франкенштейновский» 271  
Период блокировки 113, 286  
Период бума 231  
Период спада 254  
    склонность к созданию синдикатов у венчурных капиталистов 313  
Период «захвата новых земель» 363  
Перл-стрит, электроподстанция 221  
Перспективы инвестирования 183  
Письмо о намерениях совершить сделку 102, 268  
Письмо о первоначальных обязательствах 177  
«Пищевая цепочка» 87  
План «стратегического маркетинга» 225  
Плата за услуги менеджмента 21, 57–59, 77, 203, 400  
    посредством опционов 273, 350  
Плата за участие 283  
Плохие новости 336  
Подготовка сделки несколько месяцев 254

- Подготовка электронных инвойсов 245  
 «Поддерживающий менеджмент» 26  
 Подоходный налог 97  
 Подписание перечня условий 308, 310  
 Подход компании 3i 270  
 Поиск партнера по синдикату 315  
 Показатели эффективности 20  
 Поколения капитала 53–54, 65  
 Покупка дома в Великобритании 300  
 «Полный храповой эффект» 282  
 Положение сопоставимых компаний, представленных на публичном рынке 258  
 «Полукэптивные структуры» 40, 398, 404  
 Понижающие раунды 6, 231, 278, 281, 306, 346, 395, 401, 403  
     два основных вида 348  
 Понижающиеся оценки 167, 401  
 «Пороговая ставка доходности» (или «планка») 58, 398, 401  
 Портфель  
     «сортировка» портфеля 206  
     состояние 80, 381  
     фиксация портфелей 79  
 Портфельные директора 326  
 Портфельные компании 44, 58, 105, 205, 218, 257, 265  
 Портфельный эффект 53  
 Порядковый номер 405  
 Послужной список 206, 233, 400  
 Поставки онлайн-новых приложений 68, 100  
 Постинвестиционные отношения 251  
 Потенциальная оценка в момент выхода 236  
 Поток сделок 47  
 Потребность в «выходе» 26, 168  
 Права на выкуп 283, 319  
 Права на высказывания 288  
 Права на дивиденды 280, 319  
 Права на защиту от разбавления 319, 401  
 Права на информацию 289, 318  
 Права на конвертацию 319  
 Права на передачу 286, 319  
 Права на регистрацию 284  
 Права наблюдателей 288  
 Права, обеспечиваемые акциями 319  
 Права при голосовании 319  
 Права согласия 288–289, 318  
 «Правила недостаточной капитализации» 270  
 Правильный баланс между ведением эффективных переговоров и построением доверительных отношений 299  
 «Правильный уход» 292–293  
 Правительства консерваторов 97  
 Правительственные гранты 49  
 Правительство лейбористов 97  
 Правление 287, 326  
     в англосаксонском смысле 327  
     количество мест, приходящееся на одного партнера 208  
     место в правлении 328  
     национальный состав 331  
     независимый представитель от основателей 328  
     независимый представитель отрасли 328  
     поликультурный состав 331  
     публичной компании 332  
 Право большинства 286–287, 289, 319  
 Право вето 287–288  
 Право голоса 288  
 Право держателей привилегированных акций конвертировать свои акции в обыкновенные 281  
 Право на принуждение к регистрации 284–285  
 Право на присоединение 285  
 Право первого отказа 286  
 Право первого предложения 286  
 Право следования 286–287, 319  
 Практическая помощь 90  
 Предотвращение «случайных» или «неформальных» встреч с командой 261  
 Превышение кредита (овердрафт) 195  
 Преданность делу 247  
 Предварительные условия 295  
 Предмет переговоров 307  
 Предоставление капитала непубличным компаниям 18, 402  
 Предприниматели 24–25, 37, 201, 226, 336, 250, 260, 401  
     большая заинтересованность в выходе, чем у венчурных капиталистов 344  
     бывшие 198  
     лучшие 227  
     находятся в неравных условиях 299  
     нестандартные пути привлечения внимания инвесторов 228  
     обучение 242  
     определяющие качества 172, 246  
     организация «случайной» встречи с венчурным капиталистом 185  
     сообщество 202  
 «Предпринимательская экономика» 83  
 Председатель  
     не обладающий исполнительными функциями 194, 333  
     роль посредника между венчурным капиталистом и предпринимателем 330  
 Предсказуемость выручки 177



- Представление (или презентация) 185, 207, 209, 242, 246, 334, 401  
    для лифта 185, 401  
    команды 241  
    приспособление к уровню аудитории 245  
    «случайная» встреча 186
- Преемственность основателей 26  
«Преимущества первопроходцев» 218
- Преимущественные права в отношении дивидендов 281
- Преимущественные права на покупку при передаче 286  
    две формы 286
- Преимущественные права на покупку при эмиссии 286
- Преимущественные права на покупку 286, 319
- Преимущественные права при ликвидации 267, 277, 279–281, 283, 300, 305–307, 319, 347–348, 359, 373, 376–377, 401
- «Премиальный процент вознаграждения» 58
- Премии 401
- Приблизительная оценка 259
- Прибыль 167
- Прибыльность 177, 203, 314, 230, 363
- Приверженность обязательствам 201
- Привилегированные акции 273–276, 280  
    классы 274  
    конвертация в обыкновенные акции 283  
    конвертируемые 272, 274, 280 (с правом участия 275, 278)
- Привилегированные акционеры 376
- Привлечение первого инвестора 92
- Привлечение средств 334
- Принудительный выход 320, 344
- Приобретение другими компаниями 169
- Природное чутье 261
- Прирост капитала 168, 283  
    при продаже активов 35
- Проблемы, связанные с портфелями 78
- Провал переговоров 319
- Проверка жизнеспособности бизнес-проекта начинающей компании 203
- Провоцирование конкуренции 374
- Программа распознавания образов для идентификации машинных номеров и лиц 208
- Программное обеспечение 167, 177, 341  
    для бухгалтерского учета 95
- Программы субсидирования конца 1990-х годов 98
- Продажа компании крупной корпорации 169
- Продажа продукции 226
- Продолжение финансирования 379
- Проекты соглашения между акционерами 272
- Прозрачность рынка 224
- Производство телевизионных экранов 223
- Производственные мощности 330
- Производство дисководов 72
- Промежуточное финансирование 402
- Промежуточные цели 294, 307, 346
- Промежуточный кредит 177, 304, 351, 359, 379  
    конвертация 354
- Промышленная и торговая финансовая корпорация (ICFC) 34, 86, см. также 3i  
    предоставление заемных средств 90
- «Прорывные технологии» 222
- Профессиональные и личные рекомендации 261
- Профессиональные советники 202
- Профессиональные торговые отношения 189
- Процедура «дью дилидженс», см. «Дью дилидженс», процедура
- Процедура банкротства 355
- Процесс переговоров 268
- Прямое инвестирование 10, 18, 20, 34–35, 40, 51, 78, 262, 314–315, 402  
    в Европе 396, 399
- Психология «бычьего рынка» 200
- Психологическая убежденность 23
- Публичный рынок 400  
    кризис в марте 2000 г. 271  
    обвал оценок 111
- Пул опционов 293, 300  
    25%-ный 234  
    увеличение 350
- Пути выхода для венчурного капиталиста 216
- Пути проникновения на рынок 216
- Р**
- Разбавление 187, 230, 235, 271–272, 286, 306, 336, 338, 340, 349–352, 358, 368  
    риск 203
- Разбавляющий эффект 281, 346, 348, 351, 376
- Различия между американским и европейским законодательствами 284
- Различия между венчурными фирмами 205
- Размер фонда 202–203  
    связь со стадией инвестирования 203
- Разница (спред) 52
- Разногласия между предпринимателем и инвесторами  
    вопрос о сроках инвестиционной сделки 375
- Разработка программного обеспечения для управления контентом 110, 220
- «Разрыв Макмиллана» 87
- Раймер, Нейл 217, 219, 244, 299
- Район Залива Сан-Франциско 191

- Район Рут 128 около Бостона (второй центр венчурного финансирования в США) 17, 89  
 Район Сент-Джеймс 57, 239  
 Рамберг, Леннарт 304, 330, 371–373  
 Рандава, Харпал 105  
 Ранние инвесторы 350  
 Распределение расходов 266  
 Распределение усилий между преуспевающими и бедствующими портфельными компаниями 209  
 Распределяемые резервы 269, 276, 280, 284  
 Распространение продукции 226  
 Рассмотрение вопроса о способах заработка за счет данной технологии 245  
 Растущий рынок 230  
 Растягивание перспективной инвестиции 212  
 Рауланд, Тоби 214  
 Раунды финансирования 109, 167, 177, 211, 220, 229, 231, 402
  - внутренние раунды 348–349, 351
  - второй 206, 372
  - мезонинный (или промежуточный) 398
  - новые раунды с более низкими оценками 231
  - первый 92, 403
  - последний перед IPO 398
  - последующие 179, 207, 264, 315, 401
  - «семенной раунд» 336, 352
  - серия А 167, 229–230, 403
  - серия В 229–230
  - серия С 229, 403
  - серия Е 354
  - третий 372
  - число 271
  - чрезвычайные 342
- «Рациональное сверхпроцветание» 72  
 Рачлефф, Энди 179  
 «Реализованные доходы» 397  
 Реальные достижения 227  
 Революция, связанная с персональными компьютерами 72  
 Режим наделения правами 292  
 Резкое падение оценок фондового рынка 368  
 Резюме 215, 218, 232  
 Рекомендация 184
  - со стороны главного исполнительного директора 184
- Религия интернет-компаний 66  
 Ренуар 338  
 Репутации конкретных фирм 300  
 Решение о сокращении издержек 379  
 Риск
  - защита от риска 79, 197
  - инструмент управления риском 294
  - разбавления при последующем финансировании 203
  - понижения стоимости компании 281
- Риттер, Джей 362  
 Рокфеллер, Джон Д. 33  
 Росс, Стивен 166, 383  
 Рынок 224, 258
  - некотируемых ценных бумаг 85
- Рыночная капитализация 56  
 Рыночная конкуренция 216  
 Рычаги влияния 301
- С**
- Саймон 193, 208  
 Саксби, Робин 92  
 Салман, Билл 223, 227  
 Самолюбие 201  
 Санта-Клара (Калифорния) 313  
 Састер, Марк 103, 187, 200, 208, 210–211, 216, 226, 232, 268, 307, 314, 317, 320, 333, 336, 340, 355–356, 358  
 Сбор средств для формирования фонда (привлечение средств) 239, 398  
 Свенсен, Дэвид 52  
 Связи с другими венчурными капиталистами 207  
 Северная Калифорния 17  
 Сейковски, Фриц 107  
 Сектор 204
  - телекоммуникаций 38
- «Семенная» сделка 215  
 «Семенная» стадия 172, 176  
 «Семенное (или посевное) инвестирование» 202  
 «Семенной раунд» 336, 352  
 «Семенной фонд» 203, 315  
 «Семенной» (или «посевной», достартовый) капитал 92, 403  
 Сердце венчурного сообщества 205  
 Серийные предприниматели 96, 100, 172, 178, 186, 218, 293, 403  
 Сеть «бизнес-ангелов» 176  
 «Сжигание капитала» 35  
 Синдикат 167, 337, 399
  - «бизнес-ангелов» 95
  - из нескольких инвесторов 256
  - создание 313
- Синергия технологий 374  
 Синклер, Клайв 95  
 Система вознаграждения венчурного капиталиста 265  
 Система отбора проектов 183  
 Систерон, Ив 358  
 Скалли, Джон 94

- Складское хозяйство 194  
Скрытые формы защиты от разбавления 281  
Слайды Powerpoint 337  
Слияния 357  
Слияния и приобретения 306  
«Слоны» (инвесторы) 400  
«Слоны» (клиенты) 226  
Служба внутренних доходов США (IRS) 270  
«Случайная» встреча 186  
Смена настроения 79  
Снижение затрат на информационные технологии и телекоммуникации 111  
Снижение цен, связанное со вступлением в отрасль конкурентов 225  
Собственный капитал 90, 273  
    условный: инструменты 275–276  
Совершение инвестиции 295  
Советники 188  
Совместное финансирование компании 167  
Согласие 288, 312  
    отсутствие 172  
Согласованность 251  
Соглашение между акционерами 267–268, 328  
Соглашение о конфиденциальности 289  
Соглашение о неразглашении 170, 250, 404  
Соглашение о ссуде 318  
Соглашение о товариществе 404  
Содержание перечней условий 271  
Содержание представления 242  
Соединение сетей передачи данных 176  
«Созидательное разрушение» 63  
Сокращение издержек 359  
Сокращение размеров фондов 59  
Сокращение технологических программ 315  
Соотношение между количеством подписанных перечней условий и числом инвестиционных сделок 308  
Сортировка компаний 206, 250  
Состояние портфеля в целом 381  
Состояние рынка финансирования 300  
Сотрудничество 315  
Спаангберг, Чель 42  
Спад 209, 218, 224, 230  
    крайняя точка 215  
    на рынке 178  
Специализация («ниша») 224  
Специализированные правительственные фонды 203  
Специалист по подбору персонала 338  
Специалисты по связям с общественностью (PR) 54  
Специалисты по теории игр 106  
Специальный класс акций для работников (класс e) 280  
Списание 349  
Списки самых богатых людей 175–176  
Спортивный интернет-портал 169  
Способность стойко переносить отказы 172  
«Справедливая рыночная стоимость» 293  
Спрей, Кристофер 49, 255, 257, 340–341, 376  
Сравнимые величины, использование 234  
Срок существования 36  
Ссуды 276  
Ссылки на свои «стандартные условия» 279, 306  
Стадии бизнес-цикла 203  
Стадия существования компании 202  
Стадная психология (поведение) венчурных капиталистов 66, 70–71, 77, 186, 301  
«Стакан наполовину полон» 246  
Статус наблюдателя 288  
«Статьи ассоциации» 318  
Стендфорд, Клифф 96  
Степень магистра бизнес-администрирования 198  
Стили ведения переговоров 302  
Стоимость инвестиции 235  
Стоимость компании в момент выхода 234  
Стоимость телекоммуникационных операторов на фондовом рынке 110  
Стоимость чистого оборотного капитала на одну акцию 71  
Стокгольм 92  
Стокгольмский Королевский технологический институт 371  
Страсть к тюльпанам 71  
Стратегии в области развития бренда 227  
Стратегии интернационализации 111  
Страх 76  
Страховые компании 397  
Структура капитала 273, 398  
«Стэнфордизация» Кембриджа 193  
Существование с венчурными капиталистами 60  
США 34, 54, 272, 402  
    как центр венчурного капитала 17  
Сэнд-Хилл Роуд 17, 47, 107, 172, 185, 239
- Т**  
Тарди, Жерар 326  
Твердая позиция на переговорах 299  
Театинерштрассе в Мюнхене 57  
Телекоммуникации 63, 208  
Телльо, Жан-Бернар 100  
Темпы инвестиций 59  
Теневой директор 288

- Теоретическая доходность 230  
 Теория толпы 66–67  
 Техническая компетентность 256  
 Технический консультативный совет 331  
 Технологии 197  
 Технологические компании 95, 325  
     исследование 150 европейских компаний  
     «мыльный пузырь» («технологический  
     пузырь») 15, 80  
 Технологический бизнес 196, 222  
     в Европе 354  
 Технологический венчурный фонд 35  
 Товарищества прямого частного инвестирования 44  
 Товарищества с ограниченной ответственностью (ТОО) 35, 210, 397, 400, 404–405  
 Торговля через Интернет  
     «блошинный рынок» 238  
     кормами для собак 77  
 Торговые ассоциации 202  
 Точка безубыточности 167, 363  
 Трагедия 11 сентября 111  
 Транснациональные фирмы 205  
 Требование к предпринимателям вложить деньги 170  
 Требование оповещать широкую публику о зарплатах и опционах управляющих 370  
 Требование предъявить налоговую декларацию 261  
 Третий раунд финансирования 372  
 Три главных фактора успешных инвестиций 247  
 Триангуляция 236  
 Тщательнее исследование 202  
 Тщательный подбор партнеров 314  
 Тэтчер, Маргарет 83  
 «Тюльпановая мания» 71–72, 346
- У**  
 Уайт, Чарльз 25  
 Уайтмен, Мег 49  
 Убытки 363  
 Увеличение пула опционов 350  
 Уверенность в сделке 259  
 Увольнение менеджмента 213  
 Уилмот, Робб 92  
 Уинблад, Энн 102  
 Уклонение от ответов 255  
 Уклонение от решения 310  
 «Умные деньги» 16  
 Университет венчурного капитала 60  
 «Уолл-стрит венчурного капитала» 17
- Уордом, Эшли 176  
 Управление выходом на международные рынки 331  
 Управление контентом 354  
 Управление налоговых сборов Великобритании 195  
 Управление начинающей компанией 200  
 Управление приоритетами данных 174  
 Управляющие компании 109  
 Управляющий совет 327  
 Уровень «сжигания денег» 95, 178, 294, 383  
 Уровень технологической подготовки европейского венчурного сообщества 257  
 Ускоренное наделение правами 293  
 Условия  
     выхода 318  
     изменение 316  
     кредита 402  
     наделения правами 306  
     подписки 318  
     «правильного»/«неправильного» ухода 319, 340  
     предусматривающие право на выкуп 283  
     предусмотренные на случай возможных неприятностей 268  
     принудительного выхода 305  
 Условное депонирование 378  
 Успех в венчурном бизнесе 55, 246  
 Устав 319  
     ассоциации 268  
     компании 318  
 Установление личных отношений 240  
 Установление ограничений на оплату услуг юристов 319  
 Установление приоритетов сетевых данных 173
- Ф**  
 Фармакология 96  
 Фезерстоун, Арчи, сэр 326  
 Феномен Интернета 72  
 Ферон, Сесиль 354  
 Фиксация портфелей 79  
 Фиксированный процент вознаграждения 20–21, 57–60, 78, 80, 266, 361, 395, 398, 404  
 Финансирование  
     за счет балансов материнских организаций 405  
     компаний в течение 18 месяцев 177  
     начинающих компаний 384  
     перед IPO 215  
     третьих сторон 398, 404

- Финансовая организация 397  
Финансовое положение венчурной фирмы 264  
Финансовые показатели 228, 262  
Финансовые показатели компаний, работающих в сфере программного обеспечения  
    до, в период и после «технологического пузыря» 363–364  
Финансовые потребности компании 216  
Финансовые учреждения, специализирующиеся на прямом частном инвестировании 44  
Финансовый кризис 110  
Финансовый раунд 70  
Фирменный бренд Кремниевой долины 315  
Фирмы по выкупу на поздней стадии 254  
Фирмы со значительными денежными поступлениями 363  
Фишер, Джон 112  
Флоридский университет 362  
Фоллис, Ален 197, 204, 239, 245–246, 259–260, 267, 303, 307, 351  
Фонд с фиксированным сроком существования, управляемый венчурной фирмой 35  
Фондовый рынок 96  
Фонды в размере 1 млрд долл. и выше 75, 77  
Фонды пожертвований 38  
Формула-1 103  
Формулы с узкой базой 282  
Формулы с широкой базой 282  
Фрагментированная отрасль 202  
Франкфуртский автомобильный салон 79  
Франция 100  
    тема личной ответственности директоров 381  
Французская фондовая биржа для молодых компаний 384  
Французский венчурный капиталист 100, 338, 382  
Французское правительство 89  
Французское сообщество венчурных капиталистов 96  
Франчайзинговый бизнес 112  
Френд, Ричард 94, 199, 311  
Фрост, Стюарт 95  
Фундаментальные условия 319
- Х**  
Хаб по торговле информационными технологиями 319  
Хаммер, Арнольд 225  
Хаузер, Германн 19, 85, 94, 193, 199, 217, 233, 310, 336  
Хейкс, Роберт 92  
Хейл, Хэмиш 93
- «Химия» 25  
Хой, Томас 67–68, 99  
Хокинз, Эндрю 102  
Холл, Лоуренс 290, 300, 334  
Холт 344  
Хосла, Винод 43, 60, 199  
Хоум, Хьюберт Наткомб 87  
Храповой эффект 282, 300  
Худшая разнородность венчурных капиталистов 208  
Хэмбречт, Билл 24
- Ц**  
Целевая норма доходности 235  
Ценность продукта 216  
Ценность связей фирмы 207  
Цены, снижение, связанное со вступлением в отрасль конкурентов 225  
Цикличность 20, 66  
Циклы венчурного капитала 55, 176  
Цифровая мобильная связь третьего поколения (3G) 106  
Цифровые видеокамеры 244
- Ч**  
Частная корпорация 41  
Частные инвесторы 394  
Частные компании  
    «выделенные» из крупных компаний 396  
    неликвидность 234  
Человеческие качества истинных предпринимателей и сегодняшних венчурных капиталистов 23  
Чемберс, Джон 110  
Ченио, Морис 89  
Чепчел, Дэнни 222  
Череда «минипузырей» 100  
Честность 246  
Число раундов финансирования 271  
Чистая приведенная стоимость 235  
Чистая прибыль 234  
Чрезвычайные раунды финансирования 342  
Чрезмерное доверие к анализу 199  
Чрезмерное финансирование в отдельных секторах 70
- Ш**  
Шварц, Джим 245–246, 313  
Шведская ассоциация венчурного капитала 99  
Шведская фондовая биржа 384  
Шведские корпорации 41

- Швеция 99  
 Шендорф, Джо 207  
 Широкий географический охват 210  
 Широкое исследование отрасли 258  
 Штаб-квартира компании 3i на берегу Темзы 210  
 Штрафные санкции 212  
 Штрагег, Фальк 98  
 Шумпетер, Йозеф 63
- Э**  
 Эванс, Крис 96  
 Эванс, Стюарт 187, 189, 222, 228, 239, 306–307, 336  
 Эдинбургский университет 173  
 Эдисон, Томас 221  
 Эксперт из Бутика 195  
 Экспертная оценка 202  
 Экспертные знания в области строительства компаний 206
- А**  
 ADC Telecommunication 371–372  
 AOL 68  
 APA Ventures (APA\*) 84, 89, 93  
 ARD 34  
 ARM Holding (ARM\*) 18, 57, 92  
 Artprice 100  
 ASP 68  
 Accel Partners (Accel\*) 16, 34, 59, 106, 167, 173, 198, 204, 207, 245, 312, 313  
 Accel-KKR 106  
 Accenture 251, 359  
 Acorn Computers (Acorn\*) 85, 102  
 Activity 167  
 Advent Venture Partners (Advent\*) 90, 92, 195, 343  
 Aginocour 264  
 Alan Patricof Associates (APA, ныне Apax) 83, см. Apax  
 Alando 75, 372  
 Alcatel 85  
 Allianz 35  
 Alpha 92
- Экю 92  
 Электронная коммерция 214, 318–319  
 Элиас, Майкл 55, 78  
 Энтузиазм 201  
 Эпоха Интернета 218  
 «Эталонный миллиард долларов» 56, 96  
 Эттулл, Род 92  
 «Эффект золотой рыбки» 370  
 Эффективность компании 370  
 Эффективность правления 330  
 Эффективность работы венчурного капиталиста 395  
 Эффективный цикл венчурного капитала 54
- Ю**  
 Юридические и бухгалтерские вопросы 262  
 «Юридический рай» 36  
 Юридическая процедура «дью дилидженс» 296  
 Юристы 184
- Altitun 304, 330, 371–372  
 Amadeus Capital Partners (Amadeus\*) 34, 49, 201, 209, 222, 248, 254, 310, 336  
 Amazon 17, 72, 100  
 American Research and Development (ARD\*) 34, 64  
 Antfactory 105  
 Apax 50, 55, 57, 76, 86, 89–90, 93–94, 96–97, 207, 253, 279, 311, 325, 342, 362, 367, 379  
 Apax Partners 21, 34, 44–45, 50, 72, 76, 231, 253  
 Apex 205  
 Apple 17, 85, 94, 206, 362  
 Arts Alliance (Arts \*) 67, 99, 106, 365–366  
 Atlas Venture (Atlas\*) 12, 49, 72–73, 101, 172, 175, 177–180, 183, 201, 214, 229, 255, 257, 271, 315, 335, 339–340, 376, 380  
 Atmel 92  
 Autonomy Corporation (Autonomy\*) 57, 169, 207, 338, 362, 368
- В**  
 BCG 94  
 Bain 69, 107–108

\* Здесь и далее приведены сокращенные названия компаний, которые используются в тексте.

- Bainlab 107  
Balfour Beatty 357  
B2B (back to banking — назад к банкам) 79  
b2b (business-to-business), см. Модели «бизнес — бизнесу»  
B2C (back to consulting — назад к консультированию) 79  
b2c (business-to-consumer), см. Модели «бизнес — клиент»  
b-business partners 222  
Beaver Investment 92  
Benchmark Capital (Benchmark\*) 27, 37, 39, 45–46, 49–50, 55, 59, 72, 106, 167, 179–180, 200, 206, 238, 267, 310, 311, 313  
  Benchmark Europe 59, 315  
Berkley Hotel 344  
Boo.com (Boo\*) 73, 106, 108, 381  
Bookham Technology 105  
Bookpages 100  
Bosch 91  
Boston Consulting Group 84, 106  
Bowman 111  
Bridgepoint 188  
British Sugar 96  
British Telecommunication 85, 267  
Broadcom 102, 169  
Brokat 56, 362  
Bucks 47  
Bugs Buster 103, 187, 200, 211, 216, 222, 226, 268, 307, 314, 317, 333, 355, 358  
Business Enterprise Scheme 83  
Business Objects 96, 169, 335, 338  
Buzzsaw 314
- C**  
CIDC 88  
CLICKMANGO 214  
CMGI 41, 104, 188  
CRIL 169  
CSFB 365  
Cable & Wireless (C & W) 176  
Calpers 20  
Cambridge Display Technology (CDT\*) 94, 222, 311  
Canal Plus 372  
Cape Clear 313  
Capricorn Ventures 34  
Carlyle Group (Carlyle\*) 34, 100, 354  
Carlyle Internet Partners 80  
Cell Ventures 99  
Celltech 96  
Celtic House 175, 177  
Charles Schwab 365  
Charterhouse 87  
Charthouse Development Capital 87  
Charthouse Industrial Development Company (CIDC) 87  
Chase Capital Partners 100  
Chase Episode 1 101  
Chemistry Club 315  
Ciao.com 80, 112, 268  
Cisco Systems (Cisco\*) 17, 110, 174, 176, 226, 244, 339, 347, 354, 362, 373  
Citigroup 71  
Clickmango 102, 172, 271  
Compaq 17, 72  
Computacenter 50, 96  
Continental 362  
CoreTek 373  
Country NatWest Ventures 90
- D**  
DFJ (Draper Fisher Jurveston) 112  
DFJ ePlanet 112  
DLJ 365  
Daimler-Benz 91  
Dassault Systemes 18  
Dell 17, 72, 338  
Dell Computers 169  
Demon Internet 96  
Deutsche Bank 91, 105, 175, 354  
Deutsche Borse 113  
Deutsche Telecom 97  
Digital Equipment 64  
Documentum 167  
Domino Printing Sciences 330  
Doughty Hanson 35  
Dow Chemical 336  
Dr Solomon's 97  
Draper Fisher Jurvetson (DFJ) 111, 172, см. также DFJ  
Dresdner Kleinwort Benson 109  
Dresdner Kleinwort Wasserstein 232
- E**  
easyJet 343  
eBay 17, 49, 55, 59, 72, 75, 238, 362, 372  
  европейский аналог 367  
ePlanet 112  
E\*Trade UK 233  
E\*Trade US 233  
ES2 92  
ESDAQ 97

- ETF 357, 359  
Elderstreet 95 98,109, 232, 309  
Element 14 102, 169  
Emerging Technologies 41  
Enron 111, 331, 370  
Enterprise Ireland 42  
Enzymatix 96  
Esat 267  
Etoys 317  
Europatweb 42, 100, 108, 381  
European Silicon Structures (ES2) 92  
European Venture Partners 182  
Euroventures 91  
eVolution 107–108  
Exel 337  
Exite 56  
Exite@Home 56
- F**  
Fiat 91  
Financial Times 10, 20, 72, 90–91  
Firefly 99  
Flutter.com 106  
Fonemark 272  
Forbes 60  
Four Seasons 92, 98, 362  
FTSE 100 42  
Full Moon 300  
FYI 212
- G**  
GBP 170  
GD Searle 93  
GRP 102, 208, 211, 358  
Garage Technology Ventures 185–186, 221, 224, 242, 243, 246  
General Atlantic Partners 45, 106  
Genesis 94–95  
Genetech 17, 85  
Geocapital 46, 111  
Goldman Sachs 69, 101, 106, 180, 354–355  
Google 227  
Greylock 25, 34  
Groupe Arnault 100
- H**  
Hale and Dorr 233  
Hasbro 49  
Hikari Sushin 105  
Hillman Capital 169  
Hollinger Digital (Hollinger\*) 365–366  
Hotel de Crillon 192  
Hotmail 172  
Hummer Winblad 102
- I**  
ICFC (Industrial and Commercial Finance Corporation) 87–88, 90, 93  
ICL 92  
IDG 201  
iFormation 106  
iGabrial 176, 180  
iii (не путать с 3i), см. Interactive Investor International  
Il Fornaio 47  
Index Venture (Index\*) 171, 216–217, 219, 224, 244, 246, 252, 261, 299, 304  
Industrifonden 42  
Industry Standard 106  
Ink Development 238  
Inland Revenue 179–180  
Innovatioskapital 371  
Intel Capital 313, 335  
Interactive Investor International (iii) 365  
Internet Capital Group (ICG) 41, 76, 104, 107  
Intershop 56, 362  
Ionica 57  
IPO, см. Первоначальное публичное предложение  
iworld 105
- K**  
KKR 106  
Kelso 169  
Kennet Capital (Kennet\*) 55, 78, 175  
Kennet Venture Partners 371  
KfW 42, 98  
Kibu, сайт для подростков 68  
Kleiner Perkins 18, 19, 38–39, 43 55–56, 68, 70, 72, 75, 85, 89, 106–107, 198  
Kleiner Perkins Caufield & Byers 173, 466  
Krispy Kreme Doughnuts 363
- L**  
LVMH 100, 108  
Lago 180  
Lastminute 56, 99
- M**  
Macintosh 244  
«Make Money Grow» 89



- Mannesmann 91, 105  
MarchFirst 317  
Matuschka 90  
Mayfield 34  
McBain 191  
McKinsey 89  
Mediasurface 110  
MMG Patricof Group 89  
Meryll, Pickard, Anderson & Eyre 238  
Micromuse 95  
Microsoft 169, 174, 207, 249, 338  
Montanus 201  
Morgan Stanley 314, 365  
MotoMop 84  
Motorola 92  
Multinational Management Group (MMG) 89  
Munich Network 113  
My Kinda Town 93
- N**  
NASDAQ 73, 78–79, 81, 86, 96, 104–105, 109, 254, 318, 355–356, 363, 366, 372  
NTM 364  
National Telecommunications 84  
Nerd World 72  
Net Imperative 106  
Net Partners 99  
Netscape 17, 65, 68, 98, 362  
Neuer Markt 50, 69, 81, 86, 97, 104, 113, 363  
New Enterprise Associates (NEA) 19  
Newbridge Network 175  
News Corporation 372  
Nexagent 172–174, 176, 178, 180–181, 327  
Nokia 18, 207  
Nortel 373  
North West 362
- O**  
Oak Investment Partners 19  
Olivetti 86, 91, 310  
Open Business Exchange (OBE\*) 197, 204, 239, 245, 259, 267, 307, 351  
Oracle 17, 198, 226, 338, 257  
Orchestream 105, 173–178, 180  
Oxford Instrument 88
- P**  
PDA 244  
PGGM 35  
PPM 51  
PaperX 76  
Pets.com 102  
Petspark 102  
Philips 91, 223  
Phillips & Drew 76  
Pipex 96  
Pirelli 91  
Pixelton 76  
Plastic Logic 187, 222, 228, 239, 306–307, 311, 336  
Pointcas 372  
Polight 189, 265  
PolyTechnos 206  
Pond Ventures (Pond\*) 72, 228, 260–261, 240, 305, 332, 381  
Porsche 91  
Priceline 362
- Q**  
QXL 99, 367  
Qiagen 96  
Quester 177, 180  
Quidnunc 290, 300, 334, 344
- R**  
RVC 177  
Ready2 102, 380  
Reef 220, 353
- S**  
SAP 18, 338  
SEC 285  
SSSB (ныне Citygroup) 365  
Sage 95, 98, 309  
Saint Gobain 91  
Schroder Ventures 92  
Scottish Telecom 96  
Seagate 70, 72  
Select Software Tools 95  
Selftrade 99  
Sequoia 34, 72, 98, 171, 199, 339  
SG Cowen 354  
Siemens 90–91  
Sinclair 95  
Sitka Partners 326  
Sofinova 89  
Solid Works 376  
Spinner 68  
Sportal 169, 372  
Spotfire 335  
Spring Board 166, 383

Sun 198  
Sunday Times 60  
Super Club 91  
Swedestart 371  
Swedish Qeyton Systems 373  
Systematic 257

**T**

TA Associates 89–90  
TBG 42, 98  
TDC 88  
TVM 91–92, 96  
Tales 50  
Techno Venture Management (TVM) 90  
Technologieholding 56, 98, 104, 362  
TeleCity 105  
Tesco 225  
Texas Instruments 92  
Texas Pacific Group 107  
The Who 76  
ThinkNatural 171  
Time 198

**U**

UMIST 23  
Unipalm 96  
United 362  
University Challenge 203  
USM 97  
UUNET 96

**V**

VCR/PiCapital 180  
Venture Capital Trust 97  
Venture Economics 51, 54, 75  
Village.com 380

Virata 19  
Virtuality 94  
Visa International 267  
Viventures 354  
Vodafone Airtouch 18, 105  
Volvo 91

**W**

Warburg Pincus 45  
Waterstones 93  
Wax Digital 382–383  
Webvan 362  
Wellcome Trust 35  
Wellington Partners 75, 380  
West LB 102  
West Midlands Pension Fund 90  
Whitney 111  
Women.com 380  
Worldcom 331, 370  
WH Smith 93

**Y**

Yahoo 17, 72  
Young Associates 169

**Z**

Zebank 108  
Zygon 198, 257

2M 42, 111

3G 191, 193

3i 34, 42, 44, 53, 56, 60, 69–70, 73, 86, 88, 90, 96,  
98, 104, 109, 173, 196, 207, 209, 240, 288, 296, 332,  
349, 354–355, 367, 377, 382

@Home 56

## Об авторе

Кэтрин Кемпбелл работала в качестве корреспондента по вопросам прямого частного инвестирования в газете *Financial Times*. Пять лет она провела, с головой погрузившись в таинственный мир прямого частного инвестирования, и стала одним из ведущих комментаторов в этой отрасли. Еженедельная колонка в *Financial Times* стала тем местом, где она могла поделиться с читателем своими интересными мыслями о предпринимательстве и венчурном капитале.

В газете *Financial Times* она проработала в общей сложности 12 лет, занимая различные должности, например, в качестве франкфуртского корреспондента газеты ей пришлось освещать ранний этап объединения Германии.

Она изучала немецкий и древнегреческий языки в Оксфордском университете, а также международные отношения в Школе передовых международных исследований при Университете Джона Хопкинса в Вашингтоне, Округ Колумбия.

Ныне она целиком посвятила себя работе в области прямого частного инвестирования.

Кемпбелл Кэтрин

# ВЕНЧУРНЫЙ БИЗНЕС: НОВЫЕ ПОДХОДЫ

*Технический редактор* Н. Лисицына

*Художник обложки* М. Соколова

*Компьютерная верстка* О. Макаренко

*Корректор* О. Осадчая

Подписано в печать 15.02.2008. Формат 70x100/16.  
Бумага офсетная №1. Печать офсетная.  
Объем 27 печ. л. Тираж 1200 экз. Заказ №

Альпина Бизнес Букс  
123060, Москва, а/я 28.  
Тел. (495) 980-5354  
[www.alpina.ru](http://www.alpina.ru), e-mail: [info@alpina.ru](mailto:info@alpina.ru)