



Брайан Хилл, Ди Пауэр

БИЗНЕС-АНГЕЛЫ:

**как привлечь их деньги и опыт
под реализацию своих бизнес-идей**



**Брайан Хилл
Ди Пауэр**

**Бизнес-ангелы. Как привлечь
их деньги и опыт под
реализацию своих бизнес-идей**

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=590815

Бизнес-ангелы. Как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих

бизнес-идей: Эксмо; Москва; 2008

ISBN 978-5-699-26993-8

Аннотация

Где взять деньги под создание нового перспективного бизнеса? Сколько стоит бизнес-идея и будет ли она работать? Эти и другие вопросы волнуют большое количество предпринимателей, нуждающихся в финансовой поддержке своих перспективных бизнес-планов. На помощь им могут прийти бизнес-ангелы. Бизнес-ангелы – это частные неформальные инвесторы, вкладывающие средства в малоизвестные молодые компании в ожидании роста их стоимости. Это состоятельные люди, обладающие не только финансовыми возможностями, но и колоссальным опытом по становлению и развитию собственного бизнеса. Привлечение капитала бизнес-ангелов является

альтернативой стандартным формам инвестирования. Поднять до мирового уровня такие компании, как Apple, Body shop, Amazon, помогли в свое время именно их денежные средства. В книге в деталях описан процесс поиска и привлечения капитала бизнес-ангелов, особенности осуществления проектов с их участием. Приводятся лучшие методики организации сделок, создания команд и постановки бизнес-процессов в проинвестированных компаниях. Книга сопровождается комментариями экспертов Национального содружества бизнес-ангелов (СБАР) и других ведущих российских специалистов. Приводятся российские примеры бизнес-ангельского инвестирования. Издание будет полезно для предпринимателей на любой стадии развития бизнеса, а также самим бизнес-ангелам – действующим и потенциальным.

Содержание

От авторов	6
Слова благодарности	8
Введение	10
Бизнес-ангельское инвестирование: загрузка «матрицы»	17
Венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: базовые термины	20
Особенности венчурных проектов.	35
Инвестиционная цепочка	
Краткая история и нынешнее состояние бизнес-ангельского инвестирования	43
Осуществление бизнес-ангельских инвестиций. Инфраструктура	51
Инвестиционная готовность проекта. Deal flow и due diligence	54
Инвестиционные договоры и структурирование сделок	61
Распределение долей сторон в проекте	64
Инфраструктура бизнес-ангельского инвестирования	69
Заключение	79
Книги по венчурному и бизнес-ангельскому инвестированию	80

Часть 1	82
Глава 1	82
Кто такие бизнес-ангелы?	84
Бизнес-ангелы и мир, в котором они работают	85
Есть ли у них сотовые телефоны в облаках?	88
Конец ознакомительного фрагмента.	91

Брайан Хилл, Ди Пауэр Бизнес-ангелы. Как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей

От авторов

Сотни бизнес-ангелов, предпринимателей и экспертов принимали участие в работе «круглых столов» во время конференций, участвовали в анкетировании, и личных интервью, тем самым они внесли свой вклад в создание книги «Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей». В книге собран опыт бизнес-ангелов, работающих повсеместно в Соединенных Штатах Америки. Некоторые из них занимаются инвестированием на протяжении многих лет; другие имеют ограниченный опыт работы, некоторые из них даже создали ассоциации бизнес-ангелов. Практически все участвующие в анкетировании или интервью были аккредитованными инвесторами и имели опыт финансирования деятельности нескольких компа-

ний. Некоторых из них вы знаете, поскольку они добились определенной известности среди специалистов венчурного и частного инвестирования.

Пятьдесят аккредитованных инвесторов вошли в наш обзор и помогли нам составить обобщенный образ бизнес-ангела, но, пожалуйста, помните: если вы являетесь предпринимателем, который занят поиском инвесторов, то вам не стоит полагаться на обобщенные понятия. Каждый бизнес-ангел имеет свой собственный характер, инвестиционные предпочтения и предполагает различную степень причастности к бизнесу, в который он вложил свои средства.

Все без исключения бизнес-ангелы, с которыми мы беседовали, – и те, что предпочли остаться неизвестными, и те, что согласились раскрыть свои имена, внесли ценный вклад в нашу работу.

Ценность книги возросла благодаря опыту и знаниям, которыми поделились с нами 17 профессионалов в области юриспруденции, бухгалтерии, маркетинга и межличностных взаимоотношений. В Приложении приведена более подробная информация об этих людях.

Слова благодарности

Прежде всего, я хотел бы выразить свою благодарность нашим отцам, Оуну Л. Хиллу (Owen L. Hilly) и Гарри Д. Пауэру (Harry D. Power), которые считали процесс написания книги очень увлекательным делом.

Мы приступили к созданию этой книги в середине 2001 года, но она является результатом пятнадцатилетней работы, в процессе которой наблюдали и выслушивали рассказы предпринимателей и бизнес-ангелов о том, как они добивались исполнения своей профессиональной мечты. Мы посещали и самые современные бастионы экономики, где делаются большие деньги, и неприметные лаборатории, расположенные в самых бедных районах города, в которых один человек пытается создать технологию. Мы встречали разных людей – рискованных парней, гениев, воров, философов. Среди них было несколько человек, которые казались совершенно безумными.

Истории многих из них мы включили в эту книгу, чтобы показать то рвение, с которым они стремились к осуществлению своей неуловимой мечты.

Временами процесс становления венчурного предприятия казался грандиозным, а иной раз он выглядел приземленным и грязным.

Все участники этого проекта – инвесторы, предприни-

матели, эксперты в области законодательства и финансов – проявили большую заинтересованность и с неиссякаемым энтузиазмом обсуждали с нами волнующий вопрос: «Каким образом частные лица финансируют компании на ранней стадии их развития?» Некоторые из них даже писали серьезные эссе при ответе на наши вопросы с целью передать свои знания и опыт и поделиться своими идеями.

Поэтому помимо двух людей, которых упоминали вначале, мы не будем персонально выражать благодарность кому-либо еще за помощь при осуществлении нами этого проекта – их сотни. Это все те, кто сейчас, не считаясь со временем, занят этим делом, это все те, кто пытается создать нечто грандиозное. Это те, кто служит маяком.

Реализация большого дела начинается с обладания редким даром – предвидеть будущее. Мы не станем утверждать, что обладаем этим даром, но с уверенностью можем заявить: предпринимательство живо и процветает, и это самое ценное, что придаст вам силы сейчас и всегда.

Введение

Возможности, которые открывают бизнес-ангелы для предпринимателей, продолжают расти. Процесс финансирования сложен как никогда. Запуск бизнеса сталкивается с трудностями, которых не было раньше. Экономическая ситуация создает все больше стимулов для поисков конструктивных ангелов, и следовательно, советы и предложения по привлечению капитала бизнес-ангелов очень ценны.

Мне очень нравится структура книги, круг и глубина рассматриваемых в ней вопросов. Точно описаны детали – особенно при сопоставлении действий различных бизнес-ангелов как в процессе повествования, так и при непосредственном сравнении.

Советы, изложенные здесь, касаются не только новичков. Эта книга полезна для предпринимателей на любой стадии развития бизнеса. Она также окажется полезной и для тех, кто хочет передать свои знания (и инвестировать капитал), выступая в роли бизнес-ангелов. Абсолютное большинство бизнес-ангелов полагаются на свой предпринимательский опыт, накопленный в процессе развития бизнеса и оказания помощи и передачи опыта новичкам предпринимательства. Однако информация, которая включена в эту книгу, может ознакомить бизнес-ангелов, которые только начинают заниматься этим делом, с кругом современных вопросов, кото-

рые им необходимо будет решать в процессе работы с предпринимателем.

Я собираюсь рекомендовать ее каждому предпринимателю, который в будущем обратится ко мне за консультациями.

Успеха!

Боб Боземан,

главный партнер компании Angel Investors, LP

www.svangel.com

* * *

Раньше жизнь была такой простой! В 1983 году, когда я был уже состоявшимся 23-летним человеком, сразу же после окончания магистратуры в Университете Брауна (США) меня привлекли к работе компании, которая называлась *Sphere Technology* и располагалась в Провиденсе (город в США, штат Род-Айленд). Учредители компании —

Харви Силверман (Harvey Silverman), Джеффри Вейсс (Jeffrey Weiss) и Билл Кирк (Bill Kirk) – наняли меня в качестве помощника президента – это был мой первый опыт в качестве предпринимателя. Я участвовал в подготовке бизнес-плана, финансовой документации и презентационных материалов и быстро понял, что привлечение финансирования – трудная и сложная задача. Обращение к потенциальным ростовщикам несомненно отличалось от обращения к бизнес-ангелам, и оно должно быть принципиально другим

при обращении к венчурным капиталистам.

Во время этого первого знакомства с миром предпринимательства, бизнес-ангелов и сложных финансовых схем фирм венчурного капитала мы имели в своем распоряжении недостаточно рабочих инструментов. Выступая в роли предпринимателей, мы просто просили деньги у всех, кого знаем.

Как мне жаль, что я не получил практических рекомендаций относительно того, как систематизировать, просить и получать финансирование. Все, что я смог найти, – книга, которая называлась *Planning Guide*, изданная небольшой компанией *Upstart publishing* из Нью-Гэмпшира (штат на северо-востоке США). Она предлагала общие правила создания проекта, но ничего не говорила о том, как и кому его рекламировать, где найти спонсоров и каким образом привлечь большие деньги.

Сегодня я лучше ориентируюсь во всех этих вопросах, но эти знания пришли в результате долгой учебы на своих ошибках. В 1988 году я начал карьеру управляющего в компании *Apple Computer*, а к 1995 году уже был частью сплоченной команды в компании *Yahoo Inc.* и занимал пост вице-президента компании по продажам и маркетингу. Позднее я создал компанию *Interactive Minds* и начал работать почти с 50 стартовыми компаниями по всей стране, помогая большинству из них в разработке проектов, созданию команд и привлечению финансирования. В этот период мы зачастую выступали в роли бизнес-ангелов и наставников для пред-

принимателей – этим же я занимаюсь и в настоящее время. В 1997 году наша команда создает наш первый фонд венчурного финансирования — *iMinds Venture* (www.iminds.com). В настоящее время компания *iMinds Venture* управляет 75 млн долл. и осуществила 25 начальных инвестиций в стартовые компании. Наш фонд работает со многими бизнес-ангелами. В действительности примерно 120 из них предоставили свой капитал под наше управление и практически во всех наших инвестициях участвуют бизнес-ангелы. С годами мои перспективы в сфере венчурного финансирования выросли в результате рассмотрения проблем с трех различных сторон: позиции предпринимательства, бизнес-ангела и владельца венчурного капитала. Читая первую книгу Брайана Хилла и Ди Пауэр *Inside Secrets to Venture Capital* (John Wiley & Sons, 2001), посвященную проблеме привлечения финансирования, я был поражен, насколько хорошо авторы передали испытания и несчастья, которые переживает предприниматель в процессе поисков венчурного капитала для финансирования своей компании. Книга дает превосходное разностороннее описание большинства особенностей мира венчурного капитала, а также практические подсказки относительно того, как найти венчурных капиталистов, произвести на них благоприятное впечатление, составить для них перечень отличительных особенностей проекта (составить так называемый Wow-фактор) и заработать много денег.

Для абсолютного большинства предпринимателей мало

только понимать суть венчурного капитала и поэтому мне постоянно задавали вопрос: «Так как большинство компаний на ранних стадиях своего развития не соответствуют требованиям, которые выставляют большие венчурные капиталисты при предоставлении финансирования, особенно сейчас, когда падение фондового рынка в 2000–2001 годах заставило компании венчурного инвестирования с большей осторожностью относиться к азартной игре с «горячими идеями» и вместо этого они предпочитают убедиться, что компания имеет апробированную и готовую к отправке продукцию, сильную команду управленцев, устойчивую базу потенциальных клиентов, выручку, прежде чем профинансировать ее деятельность, – как же тогда предпринимателям привлекать финансирование на начальное развитие своих компаний?»

Последнее исследование Брайана Хилла и Ди Пауэр, которые они представили в своей книге «Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей» дает подробные советы и рекомендации для решения этих проблем.

Эта книга полезна всем нам, кто имеет отношение к венчурным проектам по ряду причин.

- Бизнес-ангелы и венчурные капиталисты абсолютно не похожи друг на друга – только осознание разницы между ними и разницы в используемых ими подходах может оказаться принципиально важным для успеха вашего бизнеса. Со-

поставление, предлагаемое в этой книге, сможет помочь вам разработать наилучший подход к финансированию и становлению вашего бизнеса.

- Сообщество бизнес-ангелов многообразно – достаточно сложно классифицировать бизнес-ангелов, все они очень разные, с разными потребностями, все они имеют различные подходы к решению своих задач и различную мотивацию для своих решений. Иногда они выступают единым фронтом. Хилл и Пауэр проливают некоторый свет на то, как разобраться, кто в стаде овца, а кто пастух.

- Часто предприниматели жалуются: «Мы знаем, что бизнес-ангелы существуют, но мы не знаем точно, где их начинать искать». Процесс поиска и привлечения капитала бизнес-ангелов трудный, требующий много времени. Он сопровождается многочисленными разочарованиями. Полезные советы, которые предлагает эта книга, помогут вам лучше понять запросы бизнес-ангелов, что, в свою очередь, поможет избежать многих разочарований и будет способствовать процветанию вашего бизнеса.

- Мой подход к оценке книги заключается в следующем: если вы сможете получить хотя бы один совет или придете к пониманию нового для вас вопроса, то она достойна вашего внимания и денег, которые за нее заплачены. Книга «Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей» точно так же, как и ее предшественница, предлагает практические советы из уст самих бизнес-ан-

гелов (и представителей фирм венчурного инвестирования), что избавляет читателей от сотен телефонных звонков, которые им пришлось бы сделать, чтобы выяснить эти вопросы самостоятельно.

Откровенно говоря, будучи венчурным капиталистом, я верю, что любая книга может потенциально помочь предпринимателю найти наилучший способ привлечения финансирования, поскольку она сэкономит сотни его рабочих часов, которые он сможет с пользой потратить на развитие своего бизнеса (производство продукции, создание команды единомышленников, выстраивание взаимоотношений с потребителями – вам безусловно знаком перечень этих относительно простых и тривиальных задач, которые решает каждый предприниматель).

Итак расслабьтесь и наслаждайтесь чтением книги «Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей». Возможно это будет самым лучшим из того, что вы можете предпринять в этом году, чтобы способствовать росту своего бизнеса... Возможно, это окажется самым полезным.

Ренди Хайкин,

предприниматель, бизнес-ангел и венчурный капиталист, управляющий директор компании iMinds Ventures, Сан Франциско, Калифорния

www.iminds.com

Бизнес-ангельское инвестирование: загрузка «матрицы»

Предисловие научных редакторов

Научные редакторы, представляющие Национальное сообщество бизнес-ангелов (СБАР), приветствуют выход русскоязычного перевода еще одной по-настоящему удачной и интересной книги о венчурном и бизнес-ангельском инвестировании. Она написана американскими профессионалами, основана на практическом опыте предпринимателей и бизнес-ангелов, в деталях описывает тонкие моменты осуществления проектов с участием бизнес-ангелов, содержит «обратную связь» от них в виде комментариев. Книга дает возможность российскому читателю погрузиться в живую атмосферу создания стартапов в сфере высоких технологий, прочувствовать ее динамизм и неформальный дух.

Последние годы ознаменовались консолидацией российских бизнес-ангелов в единое сообщество, что выразилось в создании СБАР и развитии региональных сетей. Все больше и больше инвесторов в стартующие компании осознают себя бизнес-ангелами, стремятся обмениваться опытом реализации успешных проектов и информацией о новых воз-

возможностях для инвестирования, перенимать лучшие методики организации сделок, создания команд и постановки бизнес-процессов для проинвестированных компаний. Заметно стремление российских бизнес-ангелов к тесному взаимодействию с западными коллегами, что нашло отражение во вступлении СБАР в Европейскую сеть бизнес-ангелов (ЕВАН). Аккумулируя в себе передовой мировой опыт, данная книга в полной мере отражает стремления российских бизнес-ангелов и предпринимателей к совершенствованию своей отрасли.

Вместе с тем, читая текст и адаптируя его к российским реалиям, научные редакторы неоднократно убеждались в том, что она написана в основном для американцев, причем для тех, кто хорошо ориентируется в особенностях и терминологии венчурного технологического бизнеса в его классической американской форме. Для того чтобы книга стала понятна, близка и по-настоящему полезна российским читателям, мы решили в ее начале дать развернутый справочный материал, знакомящий читателя с процессом, терминологией и особенностями бизнес-ангельского инвестирования – своеобразную «матрицу». Также, пользуясь правом, любезно предоставленным издательством «Эксмо», мы разместили в ней мини-интервью с рядом российских бизнес-ангелов, предпринимателей и экспертов, рассказали в пределах выделенного объема о работе, проделанной СБАР за год его существования.

Мы хотим предупредить читателя, что книга была написана вскоре после обвала акций интернет-компаний на бирже в 2000-2001 годах, и поэтому проникнута духом сомнений в том, сможет ли воспрянуть сектор венчурных и бизнес-ангельских инвестиций после спада инвестиционной активности в США. Жизнь показала, что оптимистические прогнозы авторов сбылись и уже начиная с 2003–2004 годов в секторе стартовых инвестиций США и Европы вновь чувствуются положительная динамика и оживление. Тем самым негативный тренд оказался во многом преодоленным, и перед венчурным и бизнес-ангельским инвестированием открылись новые перспективы.

Мы очень надеемся, что книга доставит читателю много приятных минут и будет по-настоящему полезна всем участникам инвестиционного процесса, а инновационные предприниматели и бизнес-ангелы воспримут ее как руководство к действию – методичной и тщательной работе по созданию новых конкурентоспособных производств!

Венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: базовые термины

Систематическое изложение любой теории немислимо без базовых определений и терминов, и поэтому в первом разделе вступительной статьи основное внимание уделено именно им.

Бизнес-ангелы – частные инвесторы, инвестирующие в рискованные (прежде всего инновационные) проекты ранних стадий, при этом объем инвестиций в один проект, как правило, не превышает миллиона долларов. Чаще всего бизнес-ангелами выступают физические лица, хотя это могут быть и лица юридические. Обычно последними являются небольшие инвестиционные фирмы, инвестирующие собственный капитал. Встречаются и инвестиции крупных корпораций в бизнес-ангельском формате – в данном контексте говорят о «корпоративных бизнес-ангелах». Важной характеристикой бизнес-ангельского инвестирования является отсутствие формально зарегистрированных инвестиционных фондов с отдельной управляющей компанией.

Термин пришел из сферы американского шоу-бизнеса, где под «ангелом» подразумевали спонсора, финансирующего проект на безвозвратной основе и претендовавшего на прибыль только в случае успеха постановки. Тем не менее современный бизнес-ангел – это не благотворитель, а имен-

но инвестор, предоставляющий в проект средства с расчетом на коммерческую прибыль. В обмен на финансирование он получает значительную долю в капитале проинвестированной им компании.

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

Обычно бизнес-ангел подключается к проекту на самом раннем и рискованном этапе его развития, когда имеются лишь «сырая» идея и нуждающееся в доработке бизнес-предложение и не всегда возможно дать достоверный финансовый прогноз развития бизнеса. Привлекательность проектов начальных стадий состоит в их потенциальной сверхприбыльности, поскольку при удачном сценарии развития проекта рост капитализации происходит буквально с «нуля» и превышает сотни процентов годовых (табл. 1).

Однако столь высокие прибыли компенсируются не менее высокими рисками.

Актуальными и не менее яркими примерами, показывающими прибыльность бизнес-ангельского инвестирования и

его экономическую значимость в современной экономике, выступают интернет-компании *Google* и *Skype*.

Таблица 1. Примеры сверхприбыльных бизнес-ангельских инвестиций

Компания	Сфера деятельности	Бизнес-ангел	Объем инвестиций	Стоимость доли на «выходе»	Рост, раз
Apple Computer	Производство ПК	Имя не разглашается	91 000 долл.	154 000 000 долл.	1692
Amazon.com	Интернет-магазин	Томас Альберг	100 000 долл.	26 000 000 долл.	260
Body Shop	Косметика	Иан Маклинн	4 000 фунтов	42 000 000 фунтов	10 500
Апорт	Интернет-поиск	Дж. Авчук	1 000 000 долл.	25 000 000 долл.	25
MI Laboratories	Лечение почек	Кевин Лич	50 000 евро	71 000 000 евро	1420

Google. Идея и основные алгоритмы реализации интернет-поиска *Google* были разработаны двумя студентами Стэнфордского университета – Ларри Пейджем и Сергеем Брином. Первым бизнес-ангелом для будущей компании стал в 1998 году один из основателей *Sun* Андреас Бехтольсхейм. После краткой устной беседы он выдал основателям чек на миллион долларов даже без бизнес-плана, презентации и регистрации компании (правда, чек был выдан уже на компанию *Google*, которую Брин и Пейдж тут же зарегистрировали). Уникальная разработка, талант и энтузиазм основателей, репутация столь знаменитого бизнес-ангела сдела-

ли свое дело: в 1999-м венчурные фонды *Sequoia Capital* и *Kleiner Perkins Caulfield Byers (KPCB)* инвестировали в *Google* 25 млн долл. в обмен на 40 % акций в 1999 году.

В 2001-м в компанию пришел новый генеральный директор – Эрик Шмидт (экс-директор *Novell*), инвестировавший в компанию миллион собственных денег и получивший взамен 9,7 % акций. Источником прибыли проекта стала контекстная реклама – механизм продажи рекламы по ключевым словам, когда плата взимается по факту клика на рекламное объявление. В ходе IPO в 2004 году акции были проданы по цене 100–110 долл. Через неделю они котировались по цене 196 долл., и в ноябре 2004 года рыночная стоимость компании с активами чуть менее 3 млрд долл. составила 46 млрд.

Skype. Компания по производству программного обеспечения, ставшего стандартом в области интернет-телефонии (VoIP), была основана шведом Николасом Зеннстромом и датчанином Янусом Фриисом. Выполнялся проект эстонскими программистами из Института кибернетики в Таллинне. В сентябре 2002 года *Skype* получила инвестиции от инвестиционной компании ранних стадий *Draper Investment Company*, а в 2003 году – от фонда *Mangrove Capital* и бизнес-ангела Клауса Хоммельса. Особенность бизнес-модели *Skype* в том, что компания зарабатывала на дополнительных сервисах – звонках с компьютера на местные телефоны (*SkypeOut*) и с местных телефонов на *Skype* (*SkypeIn*), тогда

как звонок со *Skype* на *Skype* оставался бесплатным. В конце 2005 года *Skype* была куплена компанией *eBay* за 2,6 млрд долл. На тот момент число абонентов составило 4 млн, а работало в компании всего 200 человек. В результате сделки первоначальные инвесторы, по предположениям аналитиков, получили выигрыш в 350 раз по сравнению с первоначальными инвестициями.

Но все-таки приведенные выше примеры уникальны. Чаще всего доходность «удачной» бизнес-ангельской инвестиции составляет 40–70 % годовых, что, впрочем, является очень неплохим рыночным показателем, стремление к которому оправданно.

На сегодняшний день бизнес-ангелы – неотъемлемая часть отрасли прямого и венчурного финансирования.

Принцип прямого (*private equity*) и венчурного финансирования – вложение капитала в обмен на значительную (свыше 10 %) долю в растущей компании с целью получения высокой прибыли после продажи этой доли через определенное время («выход»). Основным механизмом генерации прибыли выступает рост капитализации компании за время «совместной жизни» с инвестором, который предоставляет не только необходимые денежные средства, но и экспертизу и полезные контакты, а также участвует в управлении. Немалую роль играет и репутация инвестора, также выступающая в роли механизма продвижения и своеобразного «бренда».

В таблице 2 приведено принятое в отрасли прямых и вен-

чурных инвестиций разделение проектов на стадии развития.

Под **прямыми инвестициями** понимают инвестиции в стадию *early growth* и более поздние стадии, тогда как более ранние инвестиции относят к инвестициям **венчурным**.

Иногда разделение по стадиям проводят в терминах рисков. Например, предполагается, что завершение стадии *seed* снимает риск принципиальной невозможности создать технологию/продукт/услугу. Завершение стадии стартап снимает риск принципиальной неком-мерциализуемости – невозможности вывода продукции на рынок.

Таблица 2. Стадии развития непубличной компании

Название (англ.)	Название (русс.)	Объемы необходимых инвестиций (долл.)	Краткое описание
Seed	«Посевная»	до 1 000 000	Формирование компании, наличие проекта или бизнес-идеи, процесс создания управленческой команды, проведение НИОКР (научно-исследовательских и конструкторских разработок) и создание опытных образцов, маркетинговых исследований. Выработка концепции бизнеса
Start-up	Стартап, начальная стадия	1 000 000–5 000 000	Компания сформирована. Имеются опытные образцы, ведется организация серийного производства и работы по выводу продукции на рынок. Начало производства и маркетинга
Early stage, early growth	Ранний рост	5 000 000–10 000 000	Ведется выпуск и коммерческая реализация готовой продукции. Отсутствует устойчивая прибыль. Постепенный выход на «точку безубыточности». Рост объема необходимых оборотных средств
Expansion	Расширение	свыше 10 000 000	Компания занимает определенные позиции на рынке, выходит на устойчивую прибыль от основного бизнеса, расширяет производство и сбыт, проводит дополнительные маркетинговые исследования, увеличивает основные фонды и объем оборотных средств. Необходимость крупных инвестиций в дальнейшее развитие
Later stage	Поздняя стадия, устойчивое развитие	Зависит от потребностей компании	Прочные позиции на целевых рынках. Устойчивая прибыльность. Возможно обращение акций компании на бирже. Темпы ежегодного роста — небольшие. Выплата дивидендов

Впрочем, классификация стадий развития компании меняется в зависимости от страны или даже конкретного инвестора. Иногда в одну категорию объединяются проекты стадии *seed* и стартап (например, в известной базе данных по США *Pricewaterhouse Money Tree Survey*), выделяются фазы

первоначальной проработки идеи (*pre-seed*). Иногда венчурное инвестирование включают в сектор *private equity*, иногда противопоставляют ему. Здесь важным является сам принцип разделения развития проекта на стадии, поскольку он имеет четкое практическое воплощение – на разных стадиях проект финансируется разными инвесторами («инвестиционные цепочки»).

Бизнес-ангелы – инвесторы самой ранней, «посевной» стадии. Начиная со старт-апа и далее, из-за возрастающих объемов необходимых инвестиций, индивидуальное инвестирование уступает место инструментам коллективного инвестирования – инвестиционным фондам. В силу больших объемов они диверсифицируют свои вложения в большей степени, чем бизнес-ангелы, что помогает им получать достаточно высокую усредненную доходность, которая, впрочем, ниже средней доходности «посевных» инвестиций.

В проекты стадии старт-ап инвестируют **венчурные фонды**, а в компании поздних стадий — **фонды прямых инвестиций** (*private equity* фонды). Особенность венчурных фондов – их экспертиза в области формирования и постановки бизнес-процессов проинвестированных компаний, тогда как фонды прямых инвестиций имеют дело с отлаженными производственными и бизнес-процессами и сформированной корпоративной структурой.

Практика США и Европы показала, что роль бизнес-ангелов в экономике является очень значимой, поскольку имен-

но они, наряду с ЗF¹ (*Friends, Family, Founders* – друзья, семья, основатели), выступают основными донорами стартового капитала и дают инновационным проектам «путевку в жизнь».

В настоящее время в России функционируют все компоненты сектора прямых и венчурных инвестиций. Имеется большое число фондов прямых инвестиций (известные управляющие компании — *Baring Vostok Capital Partners, Delta Private Equity Partners, Quadriga Capital*), ряд венчурных фондов. Наиболее известные из них – Российский технологический фонд, «Русские технологии»,

Mint Capital, ABRT, Almaz Capital Partners, корпоративные фонды – российское отделение *Intel Capital* и *Oradell Capital (IBS)*. В последнее время появились региональные венчурные фонды с участием государственного капитала, созданные в виде закрытых паевых инвестиционных фондов особо рискованных (венчурных) *инвестиций*, в частности Московский Венчурный Фонд под управлением УК «Альянс РОС-НО Управление Активами». Имеются и бизнес-ангелы, однако число их пока невелико, однако еще в 1990 – начале 2000 годов приобрели известность в этом качестве технологические предприниматели Александр Галицкий и Андрей Головин. Уже более 10 лет функционирует Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования.

¹ Существует и другая трактовка термина ЗF: *Friends, Family, Fools* – друзья, семья, «наивные» (англ.).

Фиксация прибыли инвестором – «выход» – может осуществляться одним из следующих способов:

- продажа его доли стратегическому инвестору (Trade Sale) или инвестиционному фонду;
- слияние и поглощение;
- первичное размещение на фондовом рынке (IPO) с продажей доли инвестора на бирже;
- выкуп его доли менеджментом (MBO);
- выкуп его доли с привлечением заемных средств (LBO).

Обычно «выход» большинства инвесторов происходит перед переходом на стадию устойчивого развития, но может происходить и раньше (перепродажа другому венчурному или *private equity-инвестору*). Бизнес-ангелы иногда осуществляют «выход» через продажу своих долей венчурным фондам, т. е. при переходе проекта на стадию старт-ап.

Процедуру IPO с продажей доли инвестора очень часто считают основной конечной целью венчурных инвестиций. Однако правильной целью инвестора должен выступать прибыльный «выход», а его форма должна выбираться в зависимости от специфики бизнеса. Тем более, что подавляющее большинство инвесторов осуществляют «выходы» без использования фондового рынка. Согласно данным Национальной ассоциации венчурного капитала (NVCA) в США соотношение IPO и прочих типов «выхода» (Trade Sale, M&A, выкуп менеджментом и др.) при осуществлении венчурных инвестиций составляет примерно 1:10 в пользу по-

следних. Кроме того, не любое IPO, т. е. появление акций компании на бирже, сопровождается «выходом» инвестора.

Экзотическим для России, но относительно распространенным на Западе (прежде всего в США) способом привлечения финансирования стартапа является **раннее IPO**, т. е. первоначальное публичное предложение акций на альтернативной фондовой площадке для растущих компаний. Примером подобной биржевой площадки является американская система NASDAQ, лондонская AIM, для которых характерны относительно невысокие требования для листинга компаний. В контексте раннего IPO первоначальное предложение акций на фондовом рынке становится не инструментом фиксации прибыли, а еще одним – по сути, параллельным венчурному – способом финансирования проекта, хотя инвестор ранней фазы иногда осуществляет продажу части своих акций. Особенно много ранних IPO было осуществлено за рубежом в годы интернет-бума в 1999-2000 годах, при этом некоторые компании не имели устойчивой прибыльности.

В России в последние годы появилась возможность для ранних IPO на двух альтернативных площадках раннего финансирования – сектор ИРК ММВБ и РТС «Старт».

Одним из немногих «ранних венчурных IPO» российских инновационных компаний стало размещение акций *G5 Entertainment* на площадке растущих компаний *Nordic Growth Market* в Стокгольме (G5EN) в 2006 году. Объем раз-

мещения составил 30 % акций, проданных за миллион долларов. Продукт компании – известные компьютерные игры «Метро-2», «"Т-34" против „Тигра“», игры для мобильных телефонов по контрактам с *Disney Mobile*, *Starwave Mobile*, *Skyzone Entertainment*.

G5 Entertainment основали в 2001 году российские программисты Влад Суглобов, Александр Табунов и Сергей Шульц. В 2005-м они продали часть акций шведским фондам *Big Spread* и *CeptAndSult* и зарегистрировали в Швеции компанию *G5 Entertainment*. На момент размещения, по данным «Ведомостей» от 31 октября 2006 года, *G5 Entertainment* владела гонконгской *G5 Holdings* и российскими *G5 Software* и *G5 Mobile*. Оборот *G5* за 2005 год составил 853 тыс. долл., EBIT — 172 тыс. и, за первое полугодие 2006 года – 446 тыс. и 125 тыс. долл. соответственно.

В качестве краткой справки приведем некоторые сведения о наиболее распространенной форме организации венчурных фондов. Как показала мировая практика, структурой, идеально подходящей для венчурного фонда, является **договор о партнерстве с ограниченной ответственностью** (*Limited Partnership, LP*, коммандитное товарищество) в англо-американском праве, участники которого в случае убытков теряют лишь сделанные ими инвестиции. Инвесторы наделяются статусом ограниченного партнера, а управляющая компания выступает как генеральный партнер (*General Partner*) с неограниченной ответственностью и

берет на себя принятие основных решений. В конце инвестиционного цикла генеральный партнер получает *carried interest* – вознаграждение за успех в размере 15–25 % от прибыли фонда. Кроме того, на управленческие нужды и заработную плату он получает *management fee* – 1–3% от суммы активов под управлением ежегодно.

Для структурированного в виде LP венчурного фонда можно обеспечить выполнение принципа *commitments* – предоставление фонду средств по мере необходимости в них в пределах заданного изначально объема. Это избавляет управляющую компанию (УК) от необходимости обеспечивать доходность непроинвестированных средств. Партнерство с ограниченной ответственностью обладает и **налоговой прозрачностью**, т. е. все налоги выплачиваются лишь самими инвесторами, а не фондом (отсутствует двойное налогообложение). Благодаря высокой степени гибкости LP в его уставных документах можно прописать самые различные условия управления фондом, которые варьируются в зависимости от пожеланий инвесторов и управляющей компании. Во многих других странах венчурные фонды структурируются на аналогичных принципах.

Венчурные фонды в США освобождаются от детального контроля за инвестициями со стороны The United States Securities and Exchange Commission (Комиссии по ценным бумагам), если большинство инвесторов фонда будут **аккредитованными инвесторами** – состоятельными физи-

ческими лицами или институциональными инвесторами. Критерии аккредитации инвесторов установлены на уровне нормативных актов США. Предполагается, что аккредитованные инвесторы ограниченные партнеры инвестируют «не последние деньги», «знают, на что идут» и имеют квалификацию в сфере инвестирования, что избавляет SEC от необходимости защищать их интересы.

Наряду с фондами существуют венчурные фирмы, зарегистрированные в виде корпораций. Особой формой являются венчурные фонды и фирмы, акции которых торгуются на бирже. В главе 10 упоминается фонд *meVC/Draper Fisher Jurvetson Fund*. В качестве модельного примера в литературе часто описываются британские Venture Capital Trust, также торгуемые на бирже.

В России в настоящее время нет формы, аналогичной англоамериканской LP. Российское коммандитное товарищество не освобождено от «двойного налогообложения». Вследствие этого большинство работающих в России частных венчурных фондов зарегистрированы в США, Европе или офшорных зонах. По мнению экспертов, возможным путем регистрации такого фонда по мировому стандарту в российской юрисдикции является использование договора простого товарищества без образования юридического лица с пакетом специальных соглашений.

Однако распространение получила российская регистрация венчурного фонда в виде закрытого паевого фонда

(ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. Эта организационно-правовая форма имеет ряд недостатков – невозможность *commitments*, жесткая степень регулирования и регламентация объектов инвестирования со стороны ФСФР, требования к управляющим, не соответствующие их профильной квалификации в венчурном бизнесе², требования регулярной переоценки активов фонда независимыми оценщиками, затраты на депозитарий и регистратор. Несмотря на эти недостатки, данная форма признавалась в качестве основной при разработке программ государственно-частного партнерства в 2005–2007 годах (Российская венчурная компания, региональные фонды). В 2007 году началась работа по коррекции законодательства. За образец была взята американская модель – в закон «Об инвестиционных фондах» было введено понятие квалифицированного инвестора, которое позволит смягчить, но не устранить до конца, вышеперечисленные неудобства.

² Необходимость наличия сертификата 5.0 ФСФР на управление инвестиционными фондами всех типов, в том числе фондами акций, облигаций и недвижимости. Подготовка к его сдаче требует много времени и усилий, включая посещение специальных курсов.

Особенности венчурных проектов. Инвестиционная цепочка

Для целей вступительной статьи важно выделить особенности венчурных проектов – проектов стадий *seed* и стартап, получающих инвестиции бизнес-ангелов и венчурных фондов. Основными из них являются:

- острая необходимость во внешних инвестициях на ранних стадиях роста;
- соотношение «высокая прибыль – высокие риски»;
- ориентация не на быстрые дивиденды, а на продажу доли в компании через несколько лет и фиксацию прибыли благодаря росту капитализации;
- первостепенная роль команды и качества нематериальных активов среди всех факторов роста компании;
- ориентация проекта на быстрорастущий рынок;
- ожидаемый быстрый рост капитализации в первые несколько лет, причем нелинейный – график «Хоккейная клюшка» (рис. 1).

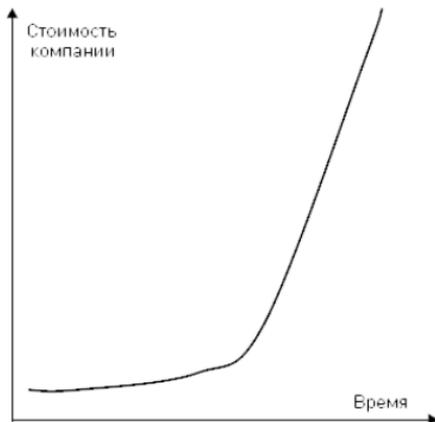


Рис. 1. Нелинейный рост стоимости венчурного проекта со временем (график «Хоккейная клюшка»)

Высокотехнологичные сегменты экономики (ИТ, биотехнологии, нанотехнологии, медицина и др.) отличаются быстрой сменой конъюнктуры рынка, меняющимся составом компаний-лидеров, высокой потребностью в инвестициях на начальных стадиях развития проекта. Поэтому они и являются основным сосредоточением венчурных проектов, и туда идут большие потоки венчурного капитала и инвестиций бизнес-ангелов. Например, согласно базе данных *Pricewaterhouse Money Tree Survey*, в IV квартале 2007 года на «нетехнологические» сектора – в том числе сферу услуг, медиа, розничную торговлю – пришлось не более 20 % венчурных инвестиций США. Но вместе с тем **наукоемкость**

и **высокие технологии** являются не признаком венчурных проектов, а наиболее распространенной сферой их осуществления (рис. 2).

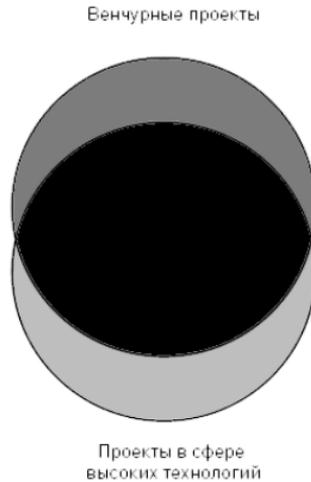


Рис. 2. Соотношение венчурных проектов и проектов в сфере высоких технологий

Иллюстрацией нетождественности сектора венчурных проектов и сферы высоких технологий являются такие компании, как *Body Shop* (косметика) и *Starbucks* (сеть кофеен), профинансированные в свое время бизнес-ангелами. Впрочем, даже многие интернет-проекты являются по сути медиапроектами или проектами в сфере услуг и торговли, создаваемыми на полностью готовой технологичной платформе. Ни в коем случае не являются венчурными проектами

«свечные заводики», т. е. компании, работающие на очень ограниченном, не растущем рынке и способные принести своему владельцу гарантированные, но весьма небольшие дивиденды вне зависимости от типа их продукции. От таких компаний очень сложно ожидать быстрого роста капитализации, и поэтому бизнес-ангелами и венчурными инвесторами они не рассматриваются как объекты инвестиций.

Таким образом, небольшой интернет-магазин, приносящий скромный и стабильный доход, или стагнирующая фирма, где работают три человека, занимающиеся производством сложного прибора для единственного клиента – другого малого предприятия, не являются венчурными проектами. С другой стороны, венчурным проектом с полным правом является быстро расширяющаяся сеть кафе с новаторским дизайном, приобретающая все большее число клиентов и требующая инвестиции на оборотные средства и рекламную кампанию.

Отношения между венчурными фондами и бизнес-ангелами – скорее не конкуренция за проекты, а сотрудничество и «разделение труда»: бизнес-ангелы принимают участие в формировании компании на «посевной» стадии, когда проект находится лишь на уровне структурирования идеи и формирования бизнеса и требует относительно небольших инвестиций. Венчурные фонды инвестируют в основном в старт-апы – компании с уже существующим бизнесом и продуктом (опытный образец, мелкая серия и т. д.) и разме-

ром прибыли, поддающимся прогнозированию. Доходность большинства успешных бизнес-ангельских инвестиций составляет 40–70 % годовых, венчурных – 30–40 %.

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

Различия проявляются и на уровне принятия решений. Для венчурного фонда существуют формальные требования относительно прибыльности и риска проектов, которых управляющие компании вынуждены придерживаться для привлечения капиталов широкого круга инвесторов. Процедуры управления проинвестированными проектами в венчурных фондах – формализованы и проводятся на регулярной основе. Бизнес-ангелы, напротив, рискуя лишь «своим» капиталом или объединяясь между собой, абсолютно свободны в действиях, а участие в управлении компанией-реципиентом инвестиций носит неформальный характер. В таблице 3 приведены основные различия между венчурными фондами и бизнес-ангелами.

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

Критерии сравнения	Бизнес-ангелы	Венчурные фонды
Источники средств	Собственные средства	Привлеченный капитал
Объем инвестиций в один проект	До 1 000 000 долл.	1 000 000 — 5 000 000 долл.
Управленческий стиль	Неформальный	Достаточно высокий уровень формализации

Как уже указывалось ранее, бизнес-ангелы тяготеют к «посевным» инвестициям, тогда как венчурные фонды инвестируют в старт-апы. Однако из правил есть многочисленные исключения: существуют бизнес-ангелы, инвестирующие в старт-апы, и венчурные фонды, инвестирующие в «посевные» проекты. Таким образом, разделение труда – не абсолютный принцип, а устойчивая тенденция последнего десятилетия.

Для прямых и венчурных инвестиций характерны инвестиционные цепочки: на разных этапах к финансированию компании подключаются все более крупные инвесторы (различные раунды инвестирования), а ее предынвестиционная стоимость при этом возрастает. Обычно раунды называют латинскими буквами – раунд А, раунд В, раунд С и т. д. При этом инвесторы предыдущего раунда имеют возможность осуществить полный или частичный «выход» на последующем раунде.

Для большинства венчурных проектов подобную цепочку проследить весьма сложно из-за закрытости и непубличности ранних стадий. Классическим примером такой цепочки

является история интернет-магазина *Amazon.com*, о которой говорится в ряде учебных пособий (рис. 3).



Рис. 3. Инвестиционная цепочка на примере Amazon.com [10]

В российской практике подобный сценарий прослеживается в истории mail.ru.

- 1998 год: запуск сервиса mail.ru, разработанного компанией *DataArt* в рамках холдинга port.ru;
- 2001 год: port.ru сливается с Интернет-холдингом netBridge в единый сервис mail.ru. Среди первоначальных инвесторов netBridge был инвестиционный фонд NCH (New Century Holdings);

- 2003–2005 годы: изменение структуры собственности – акционерами стали концерн «Нефтяной», а также фонды *Tiger Global Management*, *Digital Sky Technologies*;

- 2007 год: продажа свыше 30 % акций port.ru южноафриканскому медийному холдингу *Naspers Limited* за 165 млн долл. Акции были приобретены у *Tiger Global Management*, *Digital Sky Technologies*;

- конец 2007 года: «Ренессанс-капитал» приобрел около 5 % *Digital Sky Technologies* – владельца mail.ru и odnoklassniki.ru. По данным прессы, стоимость 30 % mail.ru и 25 % odnoklassniki.ru, которыми владела *Digital Sky Technologies*, достигает полумиллиарда долларов, а точнее – 300 млн и 125 млн долл. соответственно.

Еще одной сделкой 2006 года, указывающей на «инвестиционную цепочку», является продажа части акций ЗАО «Интернет-проекты» (в том числе сервиса www.subscribe.ru) Российским технологическим фондом (РТФ) и *Nordic Russian Management Company* (NORUM). Новым владельцем стал международный инвестиционный фонд *Digital Sky Technologies*.

Краткая история и нынешнее состояние бизнес- ангельского инвестирования

Принципы бизнес-ангельского инвестирования не являются абсолютно новыми, поскольку небольшие по объему частные вложения в рискованные, но потенциально очень прибыльные проекты встречались во все времена, а некоторые из них оказывались весьма результативными.

В качестве инвестиций, предвосхитивших современный бизнес-ангельский сектор, можно считать следующие классические сделки:

- в 1878 году американские бизнесмены Дж. П. Морган и С. Траск профинансировали разработки Т. Эдисона в области электричества;
- Т. Сандерс и Г. Хаббард профинансировали в 1874 году компанию А. Белла, специализировавшуюся на разработке первых в мире телефонов; через несколько лет инвесторы смогли совершить очень удачный «выход»;
- вице-президент Стэнфордского университета и один из основателей Силиконовой долины Фред Терман инвестировал 538 долл. из собственного кармана в разработку осциллятора студентов Хьюлетта и Паккарда – основателей *Hewlett*

*Packard*³.

Многие другие технологические новинки, в силу их рискованности, также обретали воплощение на рынке благодаря частным инвестициям, осуществленным на начальной стадии развития проекта. Таким образом, «посевные» инвестиции неоднократно выступали в роли катализатора технологического прогресса и инноваций в рыночной экономике и приносили стартовым инвесторам очень высокие прибыли.

В середине XX века развитие общества потребления и рост военных расходов в США обусловили быстрый рост спроса на высокотехнологическую продукцию – прежде всего на машины, оборудование, компьютеры, что обусловило приток капиталов в сектор частных высокорискованных инвестиций ранних стадий и спрос на потенциально прибыльные инвестиционные проекты.

Рост объемов стартовых инвестиций привел к объединению капиталов инвесторов, стандартизации формы совместного инвестирования, созданию инфраструктуры, вовлечению в эту сферу крупных институциональных инвесторов – банков, страховых компаний, пенсионных фондов, корпораций. Результатом этого процесса стало рождение венчурной индустрии в современном понимании сначала в США, а затем в Европе. Венчурная индустрия и взяла на себя роль

³ С учетом покупательной способности доллара того времени и накопившейся инфляции это была значительно более крупная сумма денег, чем в настоящее время. – *Примеч. науч. ред.*

основного финансового двигателя развития инновационных компаний. Благодаря венчурному капиталу получили финансирование такие компании, как *Intel*, *Microsoft*, *Genentech*, *Apple*, *Hotmail* и многие другие лидеры рынков.

За прошедшие несколько десятков лет в прямом и венчурном инвестировании уже возникли свои стандарты, правила и традиции – терминология, управленческие приемы, методы оценки проектов, критерии успеха инвестиций и сравнения проектов между собой, способы диверсификации рисков. Бурное развитие получил венчурный сектор в «эпоху горячего Интернета» в 1990-е годы (рис. 4).

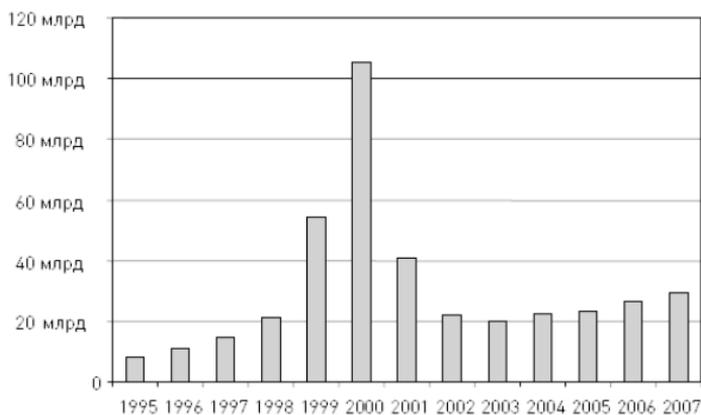


Рис. 4. Объем прямых и венчурных инвестиций в США
Данные: PricewaterhouseCoopers MoneyTree™ Report.

По данным Национальной ассоциации венчурного капитала США (*NVCA*) и аналитического агентства *Global Insight*,

американские компании, использовавшие венчурный капитал в период с 1970 по 2005 год, в совокупности создали 10 млн новых рабочих мест и принесли свыше 2,1 трлн долл. дохода. В них занято около 9 % рабочей силы частного сектора США и создается 16,6 % ВВП.

Во многих странах существуют юридические и консалтинговые бюро, специализирующиеся в венчурной сфере, а также ассоциации прямого и венчурного инвестирования, объединяющие большинство крупных инвесторов в той или иной стране. Складывается венчурная инфраструктура и в России. Функционирует Российская ассоциация прямого и венчурного инвестирования (РАВИ).

Приток денежных средств в венчурные фонды и участие в них крупных институциональных инвесторов, с их жесткими требованиями относительно рисков, способствовали постепенному изменению инвестиционных приоритетов. В результате инвестиции венчурных фондов «сдвинулись» в сторону менее рискованных проектов более поздней стадии с инвестициями 1–5 млн долл. и более, чему поспособствовал и интернет-кризис 2000 года.

На рынке образовался «финансовый разрыв» (*equity gap*) – ситуация, когда спрос на «посевные» инвестиции объемом до миллиона значительно превышал предложение. Уход венчурных фондов из сферы «посевного» финансирования повлек за собой рост числа частных инвесторов начальной фазы – бизнес-ангелов, уже заявивших о себе как

об особом секторе, нетождественном венчурному. Впрочем, довольно большое их количество появилось еще в 1990-е годы, когда высокие технологии предоставляли возможности получения очень быстрой прибыли.

Результатом «взросления» сектора бизнес-ангелов стало повышение профессионализма в данной сфере, развитие инфраструктуры, механизмов коллективного инвестирования (сетей бизнес-ангелов). Произошло окончательное размежевание бизнес-ангельского сектора и сектора венчурных фондов и фирм.

В настоящее время усиливается роль механизмов коллективных инвестиций в бизнес-ангельском секторе, развиваются национальные и международные сообщества бизнес-ангелов. Одним из наиболее известных является EBAN (Европейская сеть бизнес-ангелов), в которой Россия представлена Национальным содружеством бизнес-ангелов (СБАР). В Европе получило развитие фискальное стимулирование бизнес-ангельских инвестиций посредством налоговых льгот.

Современное состояние сектора представлено ниже в статистических данных по США и Европе (табл. 4).

Таблица 4. Основные данные по бизнес-ангельскому инвестированию в США и Европе
Данные: EBAN, **Center for Venture Research.**

США	Европа
2005 год: около 227 000 бизнес-ангелов проинвестировали 23,1 млрд долл. в 49 500 фирм	Экспертная оценка EBAN: 50 000-75 000 ангелов проинвестировали 2-3 млрд евро Официальная статистика EBAN за 2006 год: 9 тыс. активных ангелов в 97 сетях; 653 зарегистрированные сделки. Данные касаются только сетей, принимавших участие в исследовании (97 из 211)
Фискальных мер поддержки со стороны государства нет, но ведутся дискуссии об оптимальных мерах стимулирования сектора, поскольку интересы венчурных фондов смещаются в сторону более крупных проектов	Число фискальных мер поддержки в разных странах увеличивается. Первенство занимают Великобритания и Франция

По данным Центра исследований венчурных инвестиций (*Center for Venture Research*) Университета в Нью-Гэмпшире (*University of New Hampshire, США*), объем инвестиций американских бизнес-ангелов в 2006 году увеличился по сравнению с 2005-м на 10,8 % и составил 25,6 млрд долл. Инвестиции получили 51 тыс. проектов, что на 3 % больше по сравнению с 2005 годом. Всего было зарегистрировано 234 тыс. ангелов-инвесторов.

Согласно исследованиям Европейской сети бизнес-ангелов на европейском рынке «посевных инвестиций» присутствуют следующие тенденции:

- увеличивается средний объем одной инвестиционной сделки, но уменьшается объем средств, предоставленных одним инвестором в определенную сделку;
- растет число малых инвестиций;
- растет число инвестиционных синдикатов;

- расширяется спектр услуг сетей бизнес-ангелов.

Эти тенденции свидетельствуют о возрастании роли коллективных механизмов инвестирования.

Распределение инвестиций бизнес-ангелов США по секторам в 2006 году приведено на рис. 5.



Рис. 5. Распределение количества инвестиций бизнес-ангелов США по секторам

Данные: Центр исследований венчурных инвестиций Университета в Нью-Гэмпшире.

Европейские данные приведены на рис. 6.

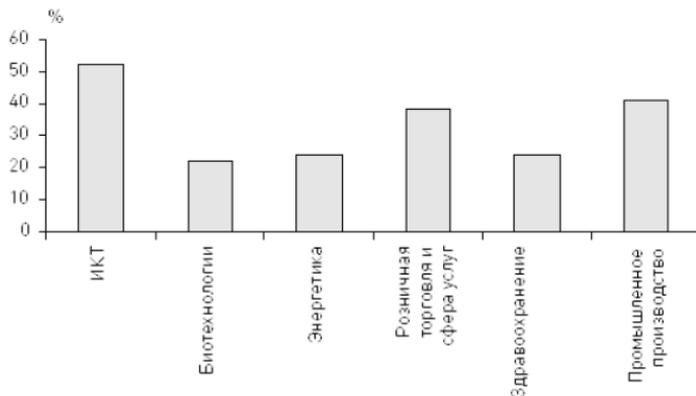


Рис. 6. Направленность инвестиций европейских сетей бизнес-ангелов

Данные: Европейская сеть бизнес-ангелов (EBAN).

В 52,5 % обследованных сетей имелись инвестиции в ИКТ-сектор,

в 22 % – в биотехнологии, в 24 % – в сферу энергетики,

в 38,5 % – в розничную торговлю и сферу услуг,

в 24 % – в сферу здравоохранения, в 41 % – в промышленное производство.

Другие инвестиции относились к пищевой промышленности, сектору развлечений, экологическим товарам, строительству и мультимедиа.

Осуществление бизнес-ангельских инвестиций. Инфраструктура

Бизнес-ангелы подразделяются на «пассивных», не участвующих в управлении, и «активных», развивающих и поддерживающих свой проект собственными усилиями. «Активный» бизнес-ангел сам выступает предпринимателем или менеджером, привнося в компанию опыт, навыки, деловые связи. Таким образом, его вложения – это **«умные» деньги** (*smart money*), и с «активным» ангелом реципиент инвестиций приобретает много больше, чем просто средства на развитие. Для многих ангелов их деятельность – не только приумножение капитала, но и своего рода хобби, занятие для души, предпринимательское начинание.

В контексте бизнес-ангельского инвестирования получил развитие принцип **«трудо­вой капитал»** (*sweat equity*), согласно которому специалист получает долю в компании в обмен на безвозмездное или льготное предоставление услуг на постоянной основе. Этот метод эффективен для венчурных проектов, которые не располагают средствами для оплаты услуг специалистов (бухгалтеров, юристов, менеджеров по продажам, специалистов по рекламе, разработчиков), в которых остро нуждаются.

Примером сервисной компании, работающей по модели *sweat equity*, является американская компания *Anomaly*, спе-

циализирующаяся на рекламе и маркетинге. Она выступает в роли «рекламного соинвестора», получая в обмен на предоставленные услуги долю в собственности или прибыли. По мнению основателя компании Карла Джонсона, через десять лет инвестиционный доход будет занимать до 80 % в структуре доходов компании. Типичной сделкой является участие *Anomaly* в капитале стартапа *Eau*, производящего средства для ухода за кожей, где в обмен на маркетинговую поддержку фирма получила треть капитала. *Anomaly* сотрудничает и с крупными компаниями – например, у нее есть соглашение с авиакомпанией *Virgin America* на принципах разделения прибыли.

По аналогичному принципу работает калифорнийское дизайнерское агентство *Fuserproject* Ива Бехара. Известность пришла к нему и *Fuserproject* после того, как их бутылочка для шампуня в 2001 году завоевала престижную премию журнала *Business Weeek*. Одним из первых крупных проектов компании стало оформление хедсета для сотовых телефонов *Jawbone*, созданного на основе передовой шумо-защитной технологии. В ходе работы Бехар пересмотрел главный принцип работы дизайнерского агентства: *Fuserproject* стала получать не фиксированный гонорар, а акции клиента, которые могли стать для нее постоянным источником дохода на долгие годы (*sweat equity*).

Сегодня по той же схеме *Fuserproject* сотрудничает с мебельной компанией *Fleurville* и производителем детской во-

ды *Why Water*. Ив Бехар уверен, что в бизнесе технологическую модель сменит дизайноцентрическая.

Впрочем, в мире растет число «пассивных» бизнес-ангелов, не участвующих в управлении. Не в последнюю очередь это объясняется развитием коллективного инвестирования и сетей бизнес-ангелов – механизмов диверсификации риска, о которых будет рассказано далее. Но прежде представляется необходимым рассмотреть технологию отбора проектов в венчурном бизнесе.

Инвестиционная готовность проекта. Deal flow и due diligence

Бизнес-ангелы стремятся инвестировать в инвестиционно готовые проекты, т. е. обладающие необходимыми для выполнения заявленной задачи качествами. Критерии инвестиционной готовности варьируются в зависимости от отрасли, однако общими моментами являются следующие:

- наличие качественного и понятного **бизнес-предложения**, передающего суть проекта;
- работоспособная, сильная и мотивированная команда;
- четко выраженный продукт/услуга, новизна и конкурентные преимущества;
- наличие рынка для продукта/услуги, четкая маркетинговая стратегия;
- защищенность конкурентного преимущества (для многих проектов – пакет интеллектуальной собственности);
- обоснованные прогнозы роста продаж;
- реалистичная оценка стоимости проекта до получения инвестиций;
- готовность к участию бизнес-ангела в управлении.

Следует оговорить, что на «посевном» этапе требование наличия очень подробного бизнес-плана является преждевременным. Бизнес-предложение представляет собой менее детализованный документ, однако и оно должно в явной

форме отражать основные параметры проекта⁴.

Инвестиционная готовность проекта – требование, которое должен стремиться выполнить любой соискатель инвестиций. Однако в ряде случаев бизнес-ангел готов принять на «входе» идею и помочь структурировать ее в проект. Таким образом, даже если соискатель не может самостоятельно проработать проект целиком, он не лишается возможности привлечь «посевные» инвестиции. Впрочем, чем выше степень проработки проекта, тем больше у него шансов получить финансирование.

Особо следует отметить и важность наличия грамотной и понятной **PowerPoint-презентации**, а также умение представить ее инвестору. **Презентование проекта** (*pitching*) – это искусство, которому надо учиться. Обобщая ситуацию, можно сказать, что представление проекта инвестору – своего рода торг, где соискатель продает себя, свою идею, свою команду. Цель – доказать инвестору, что данный проект – неплохая возможность заработать.

В некоторых ситуациях бизнес-ангел стремится получить первоначальную информацию о проекте в устной форме. В этом случае соискатель должен быть знаком с «принципом пяти минут», т. е. необходимо за максимально короткое время уметь изложить суть проекта и обосновать его инвести-

⁴ В книге употребляется термин «бизнес-план», но термин «бизнес-предложение» более точен для предприятий начальной стадии развития. – *Примеч. науч. ред.*

ционную привлекательность. Есть и более жесткая его версия – «принцип лифта», т. е. способность описать идею за те одну-две минуты, пока лифт, в котором едут соискатель и инвестор, поднимается на несколько этажей вверх.

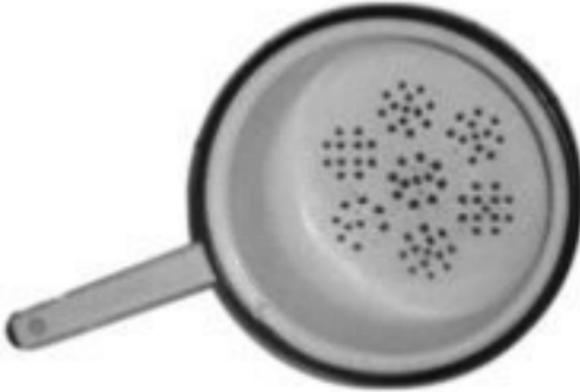
Отбор и анализ предлагаемых к инвестированию проектов проводится в той или иной форме всеми бизнес-ангелами, венчурными фондами или сетями бизнес-ангелов. Конечной целью этого процесса является отбор наиболее выгодных для инвестора возможностей. Схематически его можно подразделить на следующие фазы:

- получение пакета инвестиционных предложений от предпринимателей;
- *deal flow* – первоначальный анализ **потока проектов**, выбор из них тех, которые будут изучаться более глубоко;
- встреча с инициаторами отобранных проектов, составление *term sheet* (декларации о намерениях) с условиями сделки;
- *due diligence* – тщательное изучение инвестиционной возможности, рассмотрение большого количества факторов, поиск «подводных камней»;
- принятие решение об инвестировании/отказ от инвестирования в отобранные проекты по результатам *due diligence*;
- составление инвестиционных меморандумов;
- юридическое оформление сделок.

Фазу *deal flow* можно сравнить с просеиванием песка сквозь сито в поисках золота, тогда как *due diligence* – это

исследование найденных крупиц золота под микроскопом,
проверка их подлинности (рис. 7).

Deal Flow



Due Diligence



Рис. 7. Сравнение **deal flow** и **due diligence**

Для того чтобы проект смог успешно пройти первую фазу, необходимо наличие краткого, но качественного **резюме** объемом от одной до полутора страниц, отражающего основную суть проекта, – с его прочтения начинается анализ бизнес-предложения.

Подобная система поиска принята в венчурных фондах и фондах прямых инвестиций.

Там *deal flow* и *due diligence* – документированные бизнес-процессы, проводимые специалистами. В случае бизнес-ангельского инвестирования процесс отбора проектов менее формален, однако проводится по сходному принципу.

Перед началом *due diligence* стороны могут подписать *term sheet* – соглашение об условиях сделки. Этот документ обычно не имеет юридической силы, но после окончательного согласования его условий всеми сторонами отступать от его положений не принято.

Особо следует сказать о термине *due diligence*. Он широко используется в самых разнообразных областях бизнеса, где обозначает «проверку чистоты сделки» (особенно при инвестировании или слияниях-поглощениях). Проверка чистоты сделки включает анализ бухгалтерской и управленческой отчетности, юридической документации проверяемых компаний, и для его осуществления приглашаются юристы, аудиторы, консультанты. Она включает анализ множества данных и осуществляется по четкому плану.

Для венчурных проектов имеет смысл скорее изучение не текущей отчетности (ее объем невелик), а самой инвестиционной возможности с приглашением отраслевых экспертов, патентоведов, ИТ-специалистов. Очень многое приходится выяснять в рамках неформального общения. Таким образом, в контексте венчурного бизнеса более уместным аналогом термина *due diligence* представляется термин «тщательное изучение инвестиционной возможности». Проведе-

ние *due diligence* одного проекта ранней стадии занимает в среднем до трех-шести месяцев.

При составлении юридических документов по сделке, включающих инвестиционные договора (*Shareholders Agreement*), за основу принимаются положения *term sheet*. Может составляться инвестиционный меморандум (меморандум о частном размещении, *private placement memorandum*) – информационный документ о сделке и приобретаемом проекте. В нем фиксируются основные сведения о проекте, на базе которых впоследствии будут разрабатываться подробная стратегия и бизнес-план. В дальнейшем меморандум дорабатывается, актуализируется и представляется инвестору следующего раунда в качестве информационного документа.

Порядок подписания инвестиционных документов также может различаться в зависимости от инвестора. Иногда *term sheet* составляется после *due diligence*, в ряде случаев стороны обходятся без инвестиционного меморандума, роль которого может исполнять текст бизнес-предложения.

Инвестиционные договоры и структурирование сделок

Характерным признаком венчурного инвестирования на Западе является очень сложная структура сделок. Обычно процесс инвестирования сопровождается сложным договором (*shareholders agreements*), содержащим различные оговорки и четкое предписание «правил игры» во всякого рода спорных ситуациях. Подобные договора могут иметь качественную юридическую защиту в юрисдикциях англоамериканского права.

В инвестиционных договорах можно прямо прописать условия предоставления инвестиций (*covenants*), изменение долей и управленческих полномочий сторон в зависимости от динамики развития проекта, оговорки о продаже пакетов акций («преимущественное право», выделение долей из пакета каждого акционера для формирования пакета на продажу), разделение прибыли на «выходе» или при ликвидации фирмы.

Тонким моментом договоров о венчурных сделках является «защита от разводнения». В силу высоких рисков венчурных проектов может наступить необходимость доинвестирования в случае кризисной ситуации для его спасения на невыгодных условиях («понижающий раунд»). «Защита от разводнения» – это договоренность о том, что в случае

появления нового инвестора раунда В уменьшение доли старых акционеров происходит за счет основателей проекта, при этом преимущественно сохраняются интересы инвестора раунда А.

В западной модели венчурного инвестирования наиболее распространенной формой вложений инвестора являются конвертируемые привилегированные акции, которые гарантируют фиксированный привилегированный дивиденд (обычно реинвестируемый в развитие компании), но могут быть конвертированы в обыкновенные акции. Коэффициенты конвертации прописываются в договорах и выступают предметом переговоров между сторонами сделки. Обычно на разных инвестиционных раундах выпускаются различные серии акций, отличающиеся по своим условиям – их называют акциями серии А, В, С и т. д.

Коэффициенты конвертации выступают одним из возможных методов защиты интересов первоначальных инвесторов при «разводнении», поскольку для инвесторов серий А и В эти коэффициенты могут различаться. Подбор этих коэффициентов называется *ratcheting*. **Full ratchet** означает выбор коэффициента конвертации привилегированных акций таким образом, что стоимость приобретения одной обыкновенной акции в денежном выражении становится равной для инвесторов раундов А и В.

Для мотивации персонала в венчурных проектах наряду с зарплатой используется опционный метод. **Опцион** – пра-

во купить какую-либо акцию по заданной цене (цене исполнения) в определенный временной промежуток или момент времени. Этот инструмент очень распространен в США: выкупив акции по ценам исполнения, обладатели продают их на бирже после IPO со значительной прибылью. В американской практике программы наделения опционами сотрудников называются ESOP (*Employee Stock Option Program*).

В случае ангельского инвестирования контракты обычно на порядок проще, чем те, что используются венчурными фондами, однако многие перечисленные выше моменты содержатся и в них.

Хотя капитал бизнес-ангелов является по своей сути инвестиционным и акционерным, частично он может предоставляться в виде долгосрочного беззалогового кредита. Обычно в форме долга предоставляются не все инвестиции: некоторая их доля в виде обыкновенных или конвертируемых привилегированных акций обеспечивает участие инвесторов в управлении фирмой. В рамках данной практики удобным инструментом выступают *convertible notes* – долговые обязательства с возможностью конвертации в акции. Обычно процент по долгам *convertible notes* составляет 6–8%. Конвертация происходит в случае, если стоимость «фактической» доли инвестора в компании превышает величину кредита с учетом накопленных процентов.

Распределение долей сторон в проекте

Очень серьезным вопросом при заключении сделки об инвестировании являются переговоры о доле инвестора в проекте. В мировой практике это делается путем соизмерения предынвестиционной стоимости компании (*pre-money*) и объема инвестиций. Исходя из соотношения этих цифр, определяются доли сторон. Стоимость компании с учетом полученных инвестиций называется *post-money* – постинвестиционная стоимость.

В основу оценки закладывается понятие ожидаемого возврата на инвестиции *ROI* (в процентах годовых). Самым простым методом проведения расчета доли в компании является метод «Хоккейной клюшки».

1. Берется прогнозное значение S продаж на год k «выхода» инвестора.
2. Берется множитель P/S (капитализация к объему продаж) на основании данных по рынкам (в США и Европе данные коэффициенты публикуются).
3. Вычисляется значение P капитализации компании.
4. На основании заданных объема инвестиций I и величины *ROI* считается та сумма

$$P_1 = I(1 + ROI)^k \setminus$$

которую инвестор хочет получить в год «выхода».

5. Доля инвестора вычисляется по формуле:

$$\text{Investor Share} = \frac{P_i}{P} = \frac{I(1+ROI)^{k-1}}{P},$$

тем самым предынвестиционная стоимость оценивается инвестором как

$$\frac{I(1 - \text{Investor Share})}{\text{Investor Share}} = P/(1+ROI)^{k-1} - I.$$

Данный метод очень грубый и отражает только позицию и интересы инвестора. Для более обоснованного определения стоимости венчурного проекта используется метод дисконтированного денежного потока (discounted cash flow, DCF), т. е. оценка предынвестиционной стоимости компании как дисконтированной стоимости ее будущих денежных поступлений. Ниже приводится базовый принцип вычисления дисконтированного денежного потока. Он весьма прост, однако на практике встает вопрос определения значений денежного потока на базе прогнозных данных по продажам компании и корректной ставки дисконтирования. Для этого нужны хорошие знания в сфере корпоративных финансов и теории оценки бизнеса. Хорошее их изложение имеется в книге А. Дамодарана «Инвестиционная оценка».

Если X – денежный поток компании, значение денежного потока X в k -й год равно X_k , а сам поток поступает в течении

n лет, то дисконтированным денежным потоком X является сумма

$$PV(X) = X @ r\% = X_1 + \frac{X_2}{(1+r)} + \frac{X_3}{(1+r)^2} + \dots + \frac{X_n}{(1+r)^{n-1}},$$

где r – корректно выбранная ставка дисконтирования (выбирается на базе стоимости капитала с учетом различных рисков).

В X следует отразить как промежуточные дивиденды, так и выручку на инвестора «выходе».

В случае наличия у компании долгов, или планах привлечения долгового финансирования вычисления существенно усложняются.

Иногда предынвестиционная стоимость компании оценивается затратным подходом, т. е. как рыночная стоимость имеющихся в ней активов. Для компаний ранних стадий в рамках этого подхода возникает задача оценки интеллектуальной собственности и прочих нематериальных активов (например, интернет-сайтов).

Для принятия решения об инвестировании используются два метода оценки эффективности инвестиций – метода чистой приведенной стоимости (*Net Present Value, NPV*) и внутренней нормы доходности (*Internal Rate of Return, IRR*). Оба метода используют дисконтированный денежный поток от компании к инвестору (не путать с денежным потоком компании).

Чистая приведенная стоимость NPV представляет собой дисконтированный денежный поток от проекта к инвестору за прогнозный период от начала инвестиций до выхода.

$$NPV = D_1 - I_1 + \frac{D_2 - I_2}{(1+r)} + \frac{D_3 - I_3}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n - I_n}{(1+r)^{n-1}} + \frac{T_i}{(1+r)^n},$$

где D_t – дивиденды инвестора в год i (заданная в бизнес-предложении величина);

I_n – объем инвестиций в год i (заданная в бизнес-предложении величина);

T_1 – сумма, получаемая инвестором при выходе (прогноз);

r – ставка, дисконтирования, выбираемая исходя из ожидаемой им нормы доходности ROI.

Если $NPV \geq 0$, то решение об инвестициях принимается.

Внутренняя норма доходности (IRR) представляет собой максимальный уровень дохода на инвестиции, при которой проект с заданным потоком средств будет представлять для него коммерческий интерес. А именно, если представить NPV как функцию от ставки дисконтирования, то IRR – это значение, при котором NPV равна 0. Нахождение IRR осуществляется решением уравнения:

$$NPV(IRR) = D_1 - I_1 + \frac{D_2 - I_2}{(1+IRR)} + \frac{D_3 - I_3}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{D_n - I_n}{(1+IRR)^{n-1}} + \frac{T_i}{(1+IRR)^n} = 0.$$

Если r – ROI (возврат на инвестиции в процентах годо-

вых), которую инвестор желает получить на момент начала инвестиций, то решение об инвестициях принимается, если $IRR > r$.

Обычно в российской практике оценку не проводят. Доля инвестора зависит от его желаемого участия в проекте и той степени контроля, на которую он рассчитывает. В случае сильной предпринимательской команды и доверия между предпринимателем и инвестором, последний берет долю между блокирующим и контрольным пакетом, оставляя контрольный пакет предпринимателям в качестве мотивационного фактора. В случае же слабой команды инвесторы предпочитают контрольный пакет. Такая ситуация объясняется сложностью обеспечения юридической защиты акционерных соглашений в российских условиях для акционерных обществ, устоявшейся практикой создания ООО с номинальным уставным капиталом и выделения значительной части средств в виде беззалоговых кредитов.

Инфраструктура бизнес-ангельского инвестирования

Синдикаты бизнес-ангелов. В силу присущего бизнес-ангелам стремления к диверсификации рисков они практикуют создание синдикатов через сбор средств в единый финансовый пул, совместное управление им и инвестирование его средств в различные проекты. Синдикаты несколько напоминают венчурные фонды, однако сохраняют большинство преимуществ бизнес-ангельского сектора – гибкость, быстроту принятия решений, отсутствие громоздких и формализованных управленческих процедур. В венчурном фонде существует отдельное юридическое лицо – управляющая компания, тогда как синдикат чаще всего управляется самими его участниками. Часто в синдикате имеется лидирующий инвестор (лид-инвестор), владеющий наибольшей долей капитала и доминирующий при принятии решений.

Компании «посевной» стадии остаются основным объектом инвестирования синдикатов. Другими преимуществами синдикации выступают больший объем доступных инвестиций по сравнению с ангелами-одиночками, кооперация и взаимопомощь участников при отборе проектов, заключении сделок, управлении проинвестированными проектами.

Как указывалось ранее, *Amazon.com* получал на опреде-

ленном этапе инвестиции от бизнес-ангельского синдиката (см. рис. 3). Одним из немногих известных авторов российских синдикатов ангелов является группа *e-Trust*.

Бизнес-ангельские сети и ассоциации представляют собой организации, основная функция которых – инвестиционное посредничество, т. е. предоставление инвесторам возможности найти качественный проект для инвестирования и объединить капиталы, а потенциальным реципиентам инвестиций – найти себе «подходящего» бизнес-ангела. Сети помогают предпринимателям представить свои проекты сразу большому числу ангелов, а инвесторам – просмотреть достаточно большое число проектов, сохраняя при этом анонимность до тех пор, пока они ни будут готовы к переговорам с конкретными предпринимателями.

Таким образом, функциями сетей являются:

- отбор предпринимательских проектов для представления инвесторам-членам;
- приведение отобранных проектов в инвестиционную готовность (доработка проекта; составление бизнес-предложения или презентации);
- подготовка и проведение презентационных сессий, где проекты представляются бизнес-ангелам, входящим в сеть;
- консалтинг в сфере осуществления проектов.
- формирование команд для реализации проектов;
- привлечение специалистов на принципе *sweat equity*;
- проведение обучающих программ для бизнес-ангелов и

соискателей инвестиций;

- содействие синдикации инвесторов-ангелов;
- привлечение в проекты средств seed-фондов;
- содействие бизнес-ангелам при «выходе» из проекта, в том числе представление компаний венчурным фондам.

Многие сети функционируют в режиме онлайн, принимая запросы на инвестиции и информацию о проектах по Интернету.

В сети несколько специалистов работают на постоянной основе, они занимаются анализом проектов для инвестирования, доработкой отобранных проектов до инвестиционной готовности, консалтингом, переговорами, проведением мероприятий и форумов. Сети и ассоциации сделали возможной стандартизацию процессов поиска и отбора проектов (*deal flow*), доведения отобранных проектов до инвестиционной готовности. Менеджеры сетей пропускают через себя большой объем проектов, и результатом становится выработка процедур их анализа, типовых форм документов, умение быстро определять некачественные проекты. В результате сберегается масса времени, а благодаря накапливаемому опыту качество анализа и сопровождения проектов только выигрывает. Квалификация управленца бизнес-ангельской сети или ассоциации в настоящее время становится самостоятельной специальностью, что уже несколько десятилетий назад произошло с управляющими венчурными фондами.

Ряд крупных сетей и ассоциаций бизнес-ангелов выпол-

няют представительские функции сообщества бизнес-ангелов для своего региона или страны.

Сети и ассоциации функционируют за счет членских взносов. В случае нахождения инвестора для проекта бизнес-ангельская сеть получает комиссию от сделки или же долю в проинвестированном проекте. Сети и ассоциации бизнес-ангелов широко распространены в США и большинстве стран Европы. В настоящей книге упомянуты американские сети *Alaska InvestNet*, *Montana Private Capital Network*, *Band of Angels*, *AZTEC Venture Networks*, *Prairie Angels*, *Tech Coast Angels* и ряд других. В Европе наибольшее развитие сети получили во Франции, Германии, Великобритании, Бельгии, Нидерландах; за последние несколько лет число европейских сетей выросло (рис. 8).

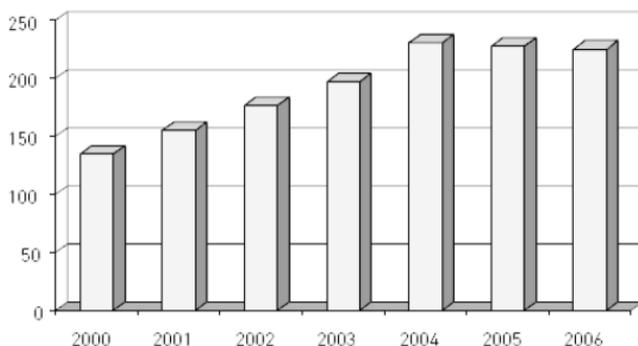


Рис. 8. Рост числа сетей бизнес-ангелов – членов EBAN

Сети и ассоциации бизнес-ангелов стали фактором роста

числа «пассивных» бизнес-ангелов, среди которых – представители «среднего класса»: врачи, адвокаты, профессора и даже пенсионеры. По данным экспертов, в Силиконовой долине существенный объем «посевных» инвестиций поступает от пенсионеров Калифорнии.

В России бизнес-ангельские сети также получили некоторое развитие в последние годы. СБАР оказывает полный спектр услуг, характерных для бизнес-ангельской сети. Работают сети «Частный капитал» (Москва), «Стартовые инвестиции» (Нижний Новгород), Томская сеть бизнес-ангелов. В 2007 году появилась сеть бизнес-ангелов «Лаборатория инвестиций» во Владивостоке.

Seed-фонды. Инвестиционные фонды, объект вложения которых – доли в компаниях начальной стадии развития. Они могут быть как государственными и государственно-частными, так и полностью частными. Частные seed-фонды образуются как бизнес-ангелами, так и крупными институциональными инвесторами – инвестиционными и финансово-промышленными группами, корпорациями, банками. «Посевные» фонды управляются профессиональными управляющими командами. Среди seed-фондов выделяются фонды соинвестирования, инвестирующие в проект только при наличии частного инвестора. Их основная функция – снижение рисков бизнес-ангелов.

В 2007 году стало объявлено о создании частной компании, действующей по принципу seed-фонда — *Inventures*, ор-

ганизованной Питером Герви (инвестор СТС-Медиа и глава инвестфонда *Russian Media Ventures*). Руководит *Inventures* Александр Локтев, основатель ИД «Секрет фирмы». Он же является миноритарным акционером компании. Задачей *Inventures* станет сбор интересных идей (в области Интернета), доводка их до стадии стартапа и продажа другим инвесторам. Программа инвестиций рассчитана на пять-шесть лет, «выход» из проектов – через два года после окончания инвестиций. В этой же сфере позиционирует себя и фонд *Ruvento*.

Государственные программы поддержки «посевных» инвестиций. В настоящее время образование государственного seed-фонда становится все более распространенной формой поддержки проектов ранней фазы. Наряду с этим в разных странах существует достаточно большое количество программ без образования seed-фонда, в который средства поступают непосредственно от уполномоченного государственного органа. Программы могут осуществляться как на невозвратной, так и на возвратной основе. Многие из них предполагают соинвестирование со стороны бизнес-ангелов.

Основными программами поддержки инновационного бизнеса в США являются Программа инновационных исследований малого бизнеса (SBIR), Программа передач технологий малого бизнеса (STTR). Эти инициативы призваны обеспечить начальным капиталом «посевные» инноваци-

онные предприятия и помочь американскому малому бизнесу участвовать в осуществляемых американскими федеральными агентствами научных и опытно-конструкторских работах. По программе господдержки SBIR в 2007 году малым инновационным («посевным») компаниям США было предоставлено около 1,140 млрд долл. По программе STTR в 2007 году малые инновационные предприятия получили 131 млн долл. Большое количество программ поддержки малого бизнеса имеется в Европе.

В России также существуют программы подобного типа. Это – мероприятия в рамках Федеральной целевой программы «Исследования и разработки по приоритетным направлениям развития научно-технологического комплекса России на 2007–2012 годы» по финансированию инновационных проектов на паях с частным инвестором («ФЦП Роснауки») и Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере (неофициально – «Фонд Бортника» по имени его директора Ивана Бортника, много сделавшего для развития инновационного сектора в России). Есть и программы на уровне субъектов федерации: в Москве это программы Агентства по развитию инновационного предпринимательства (АРИП), в Татарстане – Инвестиционно-венчурный фонд Республики Татарстан.

Программы обучения. Обучающие программы по бизнес-ангельскому инвестированию – еще один важный элемент инфраструктуры «посевного» финансирования. Наи-

более распространенный их формат – проведение двух взаимосвязанных, но независимых тренингов для бизнес-ангелов и соискателей инвестиций. Цель заданных программ – повышение готовности обеих сторон к процессу инвестирования.

Темами обучающих программ для соискателей инвестиций выступает бизнес-планирование и подготовка бизнес-предложения, подготовка PowerPoint-презентации, юридические особенности формирования компаний, критерии отбора проектов бизнес-ангелами.

Темами обучающих программ для бизнес-ангелов являются особенности юридической и налоговой системы, принципы отбора проектов, факты об управлении проектами и «совместной жизни» предпринимателя и бизнес-ангела.

В рамках обучающих программ иногда проводится анализ бизнес-кейсов – реальных примеров осуществления бизнес-ангельских инвестиций и последующего развития компаний, часто «из первых рук» – от самих предпринимателей и бизнес-ангелов.

Наиболее известными программами обучения в Европе являются *Business Angel Academy*, проводимые ассоциацией *France Angels*, учебные семинары SITRA, линейка обучающих программ *EBAN Ready for Equity*. Обучающие программы и мероприятия имеют очень многие бизнес-ангельские сети. В России подобные программы проводятся СБАР.

Мероприятия и форумы. В настоящее время получи-

ли достаточное распространение специализированные мероприятия и форумы в сфере бизнес-ангельского инвестирования, на которых бизнес-ангелы получают шанс найти подготовленный проект, а соискатели инвестиций – встретить ангела-инвестора для своего проекта. Примером подобной программы является *EASY*, осуществляемая EBAN. Ее цель – расширение трансграничного сотрудничества между бизнес-ангелами и инновационными предпринимателями в Евросоюзе. Главным ее мероприятием является проведение всеевропейских форумов, где инновационные проекты получают шанс привлечь бизнес-ангелов из других стран. В России тоже проводятся специализированные форумы для бизнес-ангелов, наиболее известной из которых является ярмарка «Российским инновациям – российский капитал» и Презентационные сессии СБАР.

Технопарки и бизнес-инкубаторы. Речь идет об инфраструктурных центрах, где инновационные фирмы могут размещаться и получать широкий спектр услуг на льготных условиях. Как правило, размещение там компании на начальном этапе способствует более быстрому ее росту и добавляет ей стоимости. Компании-резиденты технопарков являются привлекательным объектом для инвестиций бизнес-ангелов. Связка «компания – технопарк/бизнес-инкубатор – бизнес-ангел» дает серьезный синергетический эффект, дающий предпосылки для быстрого роста капитализации компании-резидента, что и является главной целью стар-

того инвестирування.

По технопаркам і бізнес-інкубаторам існує великий обсяг літератури і сервісних матеріалів, що виходить за рамки книги.

Заключение

Мы попытались в общих чертах рассказать об основных терминах и особенностях бизнес-ангельского инвестирования, чтобы сделать процесс чтения книги приятным и увлекательным. Таким образом, «матрица» загружена, и читатель сможет чувствовать себя увереннее, вне зависимости от степени его подготовки.

В заключение мы хотим помянуть безвременно ушедшего в начале 2008 года ведущего научного сотрудника механико-математического факультета МГУ им. М. В. Ломоносова Е. В. Панкратьева, много сделавшего для развития преподавания *Computer Science* в МГУ и тем самым внесшего большой вклад в подготовку квалифицированных кадров для российских проектов в сфере информационных технологий.

Книги по венчурному и бизнес-ангельскому инвестированию

1. *Аммосов Ю. П.* Венчурный капитализм: от истоков до современности. СПб.: РАВИ, 2005.
2. *Бенджамин Дж., Маргулис Дж.* Руководство для бизнес-ангелов. М.: Вершина, 2007.
3. *Бояр Ф. П.* Оценка стоимости технологии. Практические примеры оценки стоимости технологий. М.: Олимп-бизнес, 2007.
4. *Бэттелл Дж.* Поиск. Как компания Google и ее конкуренты переписали законы бизнеса и изменили нашу культуру. М.: Хорошая книга, 2006.
5. *Глэдстоун Д., Глэдстоун Л.* Инвестирование венчурного капитала. Днепропетровск: Баланс бизнес букс, 2006.
6. *Дензил Р., Грэхем С., Бомер М.* Due diligence. Проверка чистоты сделки. Необходимые шаги к успешному ведению бизнеса. М.: Олимп-бизнес, 2006.
7. *Каширин А. И., Семенов А. С.* Венчурное инвестирование в России. М.: Вершина, 2007.
8. *Каширин А.И., Семенов А.С.* В поисках бизнес-ангела. Привлечение стартовых инвестиций в России. М.: Вершина, 2007.
9. *Кристенсен К.* Дилемма инноватора. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.

10. *Котельников В.* Венчурное финансирование. М.: Конгресс Проминвест, 2004.
11. *Кэмпбелл К.* Венчурный бизнес: новые подходы. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008.
12. Толковый словарь терминов венчурного инвестирования. СПб.: РАВИ, 2004.
13. *Фияксель Э. А* Теория, методы и практика венчурного бизнеса. СПб.: Издательство Санкт-Петербургского государственного университета экономики и финансов, 2006.
14. The Angel Investor.

А. И. Каширин,

*председатель правления Национального содружества
бизнес-ангелов (СБАР)*

А. С. Семенов, *начальник консультационного отдела
СБАР*

Часть 1

Кто такие бизнес-ангелы и чего они хотят?

Глава 1

Волнующий мир бизнес-ангелов

Это действительно просто: бизнес-ангелы – лучшие друзья для предпринимателей стартовых компаний. Богатые люди, или бизнес-ангелы, как их чаще всего называют, безусловно, являются самым главным источником капитала для стартовых венчурных предприятий, внося жизненно важный вклад в развитие нашей экономики и способствуя ее процветанию.

Бизнес-ангелы наращивают свой размах, используя предыдущий деловой успех, накопленный опыт и состояние, вкладывая все это в венчурные предприятия, которые созданы следующей генерацией предпринимателей. Они охотно и даже с удовольствием принимают финансовые риски, которые могут отпугнуть даже самые опытные фирмы, занимающиеся венчурным финансированием.

Примечательно, что они принимают эти риски не только

потому, что стремятся к сверхприбылям, но также и в силу того, что непоколебимо верят в жизнестойкость и необходимость предпринимательства. Они очень часто инвестируют на самой ранней стадии развития венчурного предприятия, когда реально существует только мечта предпринимателя. Это самый захватывающий и пугающий этап развития компании, когда результат непредсказуем.

Бизнес-ангелы выступают в роли инструкторов, наставников, защитников и примеров для подражания, деля с компанией и успех, и поражение.

Руководящий принцип их деятельности основан на уникальной американской мечте в лучшее завтра. Очень часто наличие у них впечатляющего четкого понимания процесса предопределяется успешным опытом предыдущих инвестиций.

Также примечателен тот факт, что бизнес-ангелами зачастую становятся люди, которые только что завершили многотрудный путь достижения успеха в своей собственной компании – путь, полный беспокойства, нескончаемой вереницы проблем, огромной ответственности, разочарований и восторгов. И что же они делают? Продают свои собственные компании и вновь стремятся все испытать, начиная все с самого начала.

Для обычного предпринимателя бизнес-ангелы – наиболее реальный источник финансирования. И еще они не только лучшие, но иногда и единственные друзья предпринима-

теля на безлюдном пути развития его бизнеса.

Кто такие бизнес-ангелы?

Бизнес-ангелы – это поистине особая популяция людей, с ярко выраженными характерами. Наиболее типичными их представителями являются немолодые бизнесмены, которые, возможно, продали свои собственные, ими же и созданные, компании и теперь вкладывают средства в стартовые предприятия, рассматривая такую деятельность как хобби или как инвестиционную возможность. Но, безусловно, это не единственный тип бизнес-ангелов – в данном случае обобщения вообще труднодостижимы и рискованны.

Относительно новое явление, когда довольно молодые миллионеры, заработавшие свои капиталы в высокотехнологичных отраслях экономики, решают повторно инвестировать часть премиальных средств, полученных от IPO своих собственных компаний. Несмотря на коррекцию фондового рынка в конце 2000 и в 2001 году, рыночный бум конца 1990-х увеличил активы верхушки представителей среднего класса до таких размеров, что они смогли присоединиться к когорте богатых людей. Полные оптимизма от головокружительных успехов на фондовом рынке, многие из этих людей решили стать бизнес-ангелами.

В последнее время мы также можем наблюдать тенденцию, при которой состоятельные люди пытаются косвенно

подключиться к венчурному инвестированию, покупая публично торгуемые акции фирм, которые направляют свои средства на начальное финансирование проектов.

Бизнес-ангелы и мир, в котором они работают

Кто бы мог наилучшим образом описать мир бизнес-ангелов, начальное финансирование венчурных предприятий?

Чарлз Дарвин? Горацио Элджер? Льюис Кэрролл? Следует ли нам рассматривать рынок как место, где выживает сильнейший и где идеи и команды управленцев борются до тех пор, пока лучший – тот, кто имеет самую высокую потенциальную доходность и наибольшие предпосылки для достижения успеха, – выйдет победителем и получит капитал? Или рынок – это место где обычно компании в конце дня получают то, что им и следует получить?

А может быть, это место для запуска капитала, где смелость и настойчивость – способность найти себя и вспомнить старые навыки – по-прежнему в цене, несмотря на повторяющиеся безвыходные ситуации и разочарования, и вашей наградой в результате окажется успешная встреча с инвесторами? Или истории об успешных предпринимателях – это только красивая американская сказка?

Возможно, рынок лучше всего рассматривать через зеркало странного, неизвестного, спонтанного мира, в котором

интуитивная прозорливость, случайные встречи и секретный пароль «Вы с кем?» определяют, кто получит капитал, и где рациональный анализ отступает перед основным инстинктом? Или этот странный мир является местом, где вы хотите собрать свой капитал и затем все бросить и как можно быстрее вернуться домой?

В этой книге вы встретите примеры, подходящие для всех этих трех определений. Мы рассмотрим ключевой вопрос: возможно ли найти правила или руководящие указания, на которые предприниматель мог бы опереться в процессе поиска средств бизнес-ангелов, или же каждая ситуация сама по себе уникальна, потому что каждая компания имеет особенности, точно так же как бизнес-ангелы отличаются друг от друга?

Мы предполагаем, что лучшему пониманию бизнес-ангелов будет способствовать сравнение с их более известными и хорошо разрекламированными коллегами-фирмами, которые занимаются венчурным инвестированием (*venture capital firms*), потому что поведение и инвестиционные интересы бизнес-ангелов принципиально другие, чем у фирм венчурного инвестирования.

Бизнес-ангелы инвестируют свои собственные средства, средства, заработанные их собственной компанией, или средства своей семьи.

Фирмы венчурного инвестирования оперируют средствами, которые они привлекли от других финансовых учрежде-

ний или средства частных лиц.

Таким образом, общее определение бизнес-ангелов звучит так: человек, товарищество или корпорация, которые используют свои собственные средства для инвестирования частных компаний, которые чаще всего – но не всегда – находятся на стартовой фазе развития. В этом и заключается отличие от фирм венчурного инвестирования, которые привлекают денежные средства институциональных организаций (пенсионных фондов, страховых компаний) и иногда средства богатых людей, объединяют этих инвесторов в ограниченные партнерства (LP) и затем инвестируют их средства в компании на более поздней стадии развития (но бывают и исключения).

Таким образом, в действительности венчурные капиталисты – преимущественно финансовые менеджеры, и управляют они не своими денежными средствами. Бизнес-ангелы же рискуют своими собственными средствами (которые, как правило, достались им нелегко). Они заработали состояние своей прошлой предпринимательской деятельностью и теперь используют часть этого состояния для выстраивания бизнеса другого предпринимателя.

Прямое частное инвестирование является основной работой для венчурных капиталистов, которой они в основном и посвящают время. Большинство же бизнес-ангелов инвестированию и контролю над своими инвестициями отдают только часть времени.

Предпринимателям, которые заинтересованы в успешном привлечении денежных средств бизнес-ангелов, необходимо учитывать эти факты, потому что абсолютное большинство советов, связанных с процессом привлечения финансирования, которые предприниматели читают или слышат, прежде всего относятся к работе с фирмами венчурного инвестирования. Такие фирмы известны намного больше. Они чаще дают интервью, и их деятельность и методы работы значительно более доступны.

Хотя в результате образования групп, сетей и ассоциаций бизнес-ангелов, которые занимаются инвестированием в едином коллективе, появляется некоторая стандартизация, тем не менее переговорный процесс и процедура *due diligence* имеют значительные различия у разных бизнес-ангелов, так же как и сами ангелы друг от друга отличаются. Это предполагает, что для предпринимателя узнавание бизнес-ангела как личности до получения у него денег, очень важно для оценки перспектив партнерства с ним.

Есть ли у них сотовые телефоны в облаках?

В нашей книге *Inside Secrets to Venture Capital* один предприниматель отмечал: «Фирмы венчурного инвестирования подобны летающим тарелкам – все о них говорят, но мало кто их видел».

Если это справедливо для фирм венчурного инвестирования, тогда название «бизнес-ангел» очень хорошо отражает положение вещей. В литературе и искусстве ангелы изображаются как духовные существа, которые бессмертны и которых нелегко найти; они могут быть вокруг нас, но обычно их никто не видит. Они выступают как опекуны или наставники для простых смертных и проявляют такие достоинства как великодушие и самоотверженность.

Бизнес-ангелы знают, что они смертны, но надеются построить предприятия, которые переживут их. Конечно, нелегко найти бизнес-ангелов, но мы каждый день проходим мимо них на улице даже в небольших городках, в сельской местности. Самые компетентные из них рассматривают свою деятельность в качестве консультантов очень серьезно. Насколько они хороши и бескорыстны? На эти вопросы непросто ответить.

Если вы начинаете кому-то помогать, и в результате совместной деятельности с этим человеком ваше состояние значительно увеличивается, можно ли считать вас бескорыстным?

Согласно трудам средневековых ученых-богословов, человек проживает девять уровней, или порядков, в ипостасях таких существ. Если бы понадобилось создать ранжирование, или классификацию, бизнес-ангелов, как бы следовало поступить?

Возможно, в качестве основы мы взяли бы следующие

факторы:

1. возраст бизнес-ангелов;
2. размер их состояния;
3. легко ли с ними работать;
4. как часто они осуществляют инвестиции;
5. уровень их квалификации при консультировании компаний;
6. как быстро они принимают инвестиционные решения;
7. их личные достижения как предпринимателей;
8. уровень их знаний по отрасли и рынку;
9. уровень их коммуникабельности с другими инвесторами, включая и венчурных капиталистов.

С позиции предпринимателя наивысшую оценку получит тот бизнес-ангел, который сможет без проволочек подписать чек на всю требуемую сумму, окажет реальную поддержку, но при этом не станет ущемлять его свободу при управлении компанией, не будет затягивать *due diligence* более чем на 30 дней, проявит практическую смекалку и мудрость, чтобы обеспечить значительный успех в деятельности компании благодаря своему личному участию.

Бизнес-ангелу также следует обладать достаточными знаниями о рынке, на котором работает компания, чтобы видеть перспективы венчурного предприятия и исходя из этих знаний побеспокоиться о наилучшем варианте привлечения венчурного инвестирования для второго этапа финансирования.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.