

Оглавление

Вступление. Бестиарий венчурного капитала	13
<i>Ангелы, Драконы, Стервятники: что это за бестии?</i>	
Для кого же предназначена эта книга?	13
Предупреждение	15
Еще одно определение	16
Замечание по поводу пола	19
Глава 1. Венчурный капитал: вы действительно этого хотите?	20
<i>Можете ли вы доверять врачам, которые не принимают прописываемых лекарств?</i>	
Альтернативы	23
Еще одна формула	24
Уникальная возможность	30
Дело не только в деньгах... ..	31
...но деньги по-прежнему важны	32
Глава 2. Как понять венчурный бестиарий	33
<i>Не используйте длинную ложку на ужине с дьяволом.</i>	
<i>Сядьте поближе и смотрите, как ест он.</i>	
Стервятники	33
Ангелы (и драконы)	55
Глава 3. Успешное привлечение денег	60
<i>Итак, вы решились на прыжок: как не шмякнуться животом о воду?</i>	
Сложность выбора	60
Как упростить выбор	61
Ваш бизнес-план — факт или вымысел?	63
Факт	64

Вымысел	65
Проверки на здравомыслие	66
Уроки истории	68
Сколько денег нужно привлечь	69
Нужно ли объединяться в синдикаты?	70
Оглядитесь, прежде чем прыгать	72
Консультанты	75
Другие способы	76
Выбор инвестора	77
Глава 4. Стоимость компании и тайны ремесла	80
<i>Когда начинается самое веселье</i>	
Term sheet	81
Простые способы оценки компании	82
Становится сложнее... со страховкой	86
И усложняется еще больше... Liquidation preference	89
Еще немного прибаумбасов(или чего-то посерьезнее?)	92
И все еще усложняется... долговыми обязательствами	93
Она не понимает, как дошло до такого безумия	96
Ангелы и драконы милее стервятников?	97
Другие пункты, которые влияют на стоимость	97
Anti-dilution	99
Сравнивая term sheets	111
Простота — это красиво	112
Глава 5. Камни преткновения	115
<i>Где вы нарисуете черту на песке?</i>	
Правовые принципы	115
Representations и warranties	117
Контроль и право вето	119
First refusal и co-sale	120
Состав совета директоров	121
Передача прав, выход из игры и прочие дела с сотрудниками	124
Подлинный смысл юридического процесса	127
Глава 6. Как управлять вашим новым партнером	130
<i>... а не получить нового управляющего партнера</i>	
Ваше кейрецу	134
Двусторонняя коммуникация	135
Для чего вам нужен председатель	137

Председатель-ангел	139
Общаетесь ли вы со стервятниками?	140
Глава 7. Заседания совета директоров	141
<i>Как не заскучать</i>	
О, черт!	141
Чье это заседание?	142
Что делать перед советом, а чего не делать	143
У вас или у меня?	148
Ваша повестка дня	149
Кто должен быть на заседании?	152
Немного развлечения	154
Снова о председателе	154
Самые худшие заседания	155
Глава 8. Как управлять ожиданиями	156
<i>Чем меньше ожидания, тем легче их воплотить в жизнь</i>	
Относительный успех	156
Абсолютный успех	161
Дурные привычки	162
Альтернативные планы	162
Пересмотр бюджета	165
Глава 9. Вознаграждение	167
<i>Деньги, деньги, деньги...</i>	
Зависть	168
Процесс	169
Зарплаты	171
Система бонусов	173
Расходы	174
Акции и опционы	175
Прозрачность	182
Точность	183
Глава 10. Люди	185
<i>Управление, управление и еще раз управление</i>	
Сможете ли вы сами найти себе замену?	188
Меньшее из двух зол	191
Ваши личные связи	192
Внутренний рекрутинг	193

Правила успешного рекрутинга	194
В то же время... не медлите с важными решениями!	198
Человек найден. Что дальше?	198
Увольнение сооснователя компании	199
Презумпция невиновности	200
Глава 11. Второй, третий и четвертый раунды	202
<i>Освободите ринг</i>	
И снова закон Экланда	202
Зачем на ринге еще один борец?	203
Внутренние раунды	204
Промежуточные раунды	206
Серия В, или раунд N + 1	208
На крыльях Стервятника	210
Дальнейшее инвестирование	213
Вверх, вниз, встряхните все вокруг!	214
Раунды с понижением	219
«Плоские» раунды	223
Заемные средства и «стек»	223
Отраслевые инвесторы	228
Как справиться с целым гнездом стервятников	231
Глава 12. Выход	234
<i>Конец долгого извилистого пути?</i>	
Вынужденный выход	234
Выкуп акций менеджментом	235
Прямая продажа или IPO?	237
Прямая продажа	238
IPO	249
Каково это — быть публичной компанией?	256
Глава 13. Следующий раз	260
<i>Пойдете ли вы на это снова?</i>	
Учиться на опыте	260
Передача опыта	263
Об авторе	264

Вступление

Бестиарий венчурного капитала

*Ангелы, Драконы, Стервятники:
что это за бестии?*

«Ангелы» — это звучит приятно; «драконы» и «стервятники» — пожалуй, не очень. Но ангелы могут превратиться в демонов. А драконы порой оказываются дружелюбными. Стервятники же приносят пользу, уничтожая трупы и разгребая мусор.

В контексте этой книги Ангелы — это те, кто вкладывают в дело в качестве венчурного капитала свои собственные деньги.

Стервятники же делают венчурные капиталовложения, оперируя деньгами других людей. Так Стервятники надеются стать столь же богатыми, как Ангелы.

А Драконы? Это суть те же Ангелы, но с дикой жадной популярностью, и их хлебом не корми, только дай попускать пламя на телешоу.

Ангелы могут быть Драконами, но Драконы — это всегда Ангелы. Ангелы порой ведут себя как Стервятники или когда-то были ими. Стервятники могут быть Ангелами или даже Драконами (а может, только хотят ими быть), и их называют другими, куда менее лестными именами. Чтобы запутать читателя окончательно, скажем, что в Соединенных Штатах Драконы — вовсе никакие не Драконы и, кроме того, не имеют логова. Это, по сути, Акулы, живущие в аквариуме.

Вот неразбериха, правда?

Для кого же предназначена эта книга?

Думаю, эта книга могла бы оказаться небезынтересной для Ангелов, Драконов и Стервятников, но написана она для тех, без кого Ангелы,

Драконы и Стервятники не могли бы существовать, — для предпринимателей.

Болтая о Драконах и Стервятниках, я сильно рискую представить предпринимателей такими беспомощными жертвами, какими-нибудь незащитными копытными, имеющими мало шансов ускользнуть от преследователей.

На самом же деле предприниматели — подлинные короли джунглей, т.е. Львы. Если бы не предприниматели, жизнь Ангелов, Драконов и Стервятников была бы бессмысленна: они не могли бы существовать самостоятельно.

Так что прежде всего эта книга для предпринимателей, и посвящена она всем, с кем я имел честь работать на протяжении своей профессиональной деятельности. Я называю их Львами, потому что они бесстрашны и полны энергии, чтобы начать дело или вступить в рискованное предприятие, потому что они всегда голодны и имеют собственный стиль.

Предупреждение

Есть, правда, один печальный факт, не поделившись которым со Львами я не могу продолжать повествование.

За то время, что я занимался венчурными капиталовложениями, я состоял в совете директоров 23 компаний. И только в 7 случаях — а это меньше трети — генеральным директором компании оставался человек, с которым я начинал работать и которого изначально поддерживал.

Еще поразительнее, что 4 из этих 7 компаний обанкротились. То есть более половины компаний, не поменявших генерального директора, потерпели фиаско. Но в целом лишь 5 компаний из 23, которым я оказывал поддержку, обанкротились — включая и те, в которых гендиректора не меняли. В одном случае его поменяли, а компания все равно погорела. И только в 3 из 18 успешных случаев генеральный директор остался на своем посту.

Правильно ли, однако, будет сделать вывод о том, что для достижения успеха в венчурном бизнесе, особенно если речь идет о вложениях на раннем этапе, генеральный директор должен меняться по мере роста и развития компании? Пусть мой профессиональный багаж довольно скромен, но именно к такому выводу я пришел на примере личного опыта.

Нижеприведенная таблица это наглядно демонстрирует. Случаи неудачных вложений составили 22%; не так плохо для инвестора, вкладывающего деньги в проекты на раннем этапе.

Результат	Генеральный директор меняется	%	Генеральный директор неизменен	%	Итого	%
Выжили	15	94	2	43	18	78
Разорились	1	6	4	57	5	22
В итоге	16	100	7	100	23	100

Однако когда генеральный директор, учредивший компанию, оставался на этой должности до последней капли крови, то компания оказывалась обескровленной в 57% случаев. Когда же имела место замена гендиректора, то доля провалов снижалась поразительным образом до 6%.

Если вы предприниматель и собираетесь привлечь венчурный капитал — т.е. вы — Лев, готовый храбро броситься на вооруженных когтями и клювами Ангелов, Драконов и Стервятников, — то сейчас вы, должно быть, вот-вот закроете книгу и поставите ее обратно на полку, решив не покупать ее и идти действовать по своему плану. А если вы генеральный директор компании, уже привлечшей внешних инвесторов, то вы тихонько бранитесь себе под нос и собираетесь сделать то же самое. Но, пожалуйста, погодите. Прочтите еще несколько строк.

Перед вами книга, написанная с позиции венчурного капиталиста, которая опирается на обширный опыт ошибок, допущенных предпринимателями, — некоторые совершены по их же собственной вине, другие лежат на совести инвесторов, которые сбили их с толку. Делясь с вами уроками, вынесенными из этих ошибок, я надеюсь, что помогу вам добиться результатов, дающих чувство как эмоциональной, так и финансовой удовлетворенности. Я надеюсь, эта книга поможет *вам* занять верхнюю позицию в средней колонке предложенной мною таблички.

Еще одно определение

Это книга — не о прямых инвестициях. Эти два понятия — *venture capital* и *private equity* — часто смешивают, что подчас сбивает с толку. На самом деле они так же различны, как гордость и предубеждение, как разум и чувства.

Венчурный капитал — это вложение средств инвесторов в бизнес, которому для развития необходима финансовая поддержка. Как правило, это происходит потому, что компания еще не способна генерировать достаточно наличности для поддержания операционной деятельности. Вложенные средства могут поддержать деятельность компании, у которой пока еще нет выручки: в отсутствие серьезного дохода они могут быть пущены на исследования или развитие продукта/технологии. Так или иначе, компании часто пользуются венчурным капиталом, чтобы позволить себе опасную роскошь несения убытков. Таким образом, венчурный капитал по определению связан с большим риском, и поэтому тот, кто его предоставляет, рассчитывает на достаточно высокое вознаграждение, чтобы сбалансировать этот риск.

До первого вливания венчурного капитала — сделанного Ангелом, Драконом или Стервятником, — компания обычно полностью принадлежит своему учредителю и менеджменту. Как правило, компании, прибегающие к венчурному капиталу, довольно молоды. Если же компания привлекает венчурный капитал, уже поработав какое-то время на рынке, это означает, что она, по всей вероятности, стоит

на пороге перемен: например, руководство подумывает о том, чтобы вместо предоставления услуг заняться продажей товаров или открыть новое направление на уже имеющемся фундаменте. Обычно большую часть, а то и весь новый капитал вкладывают в дело, а не выплачивают нынешним или бывшим владельцам.

Прямые инвестиции — совсем другое дело. Они обычно подразумевают выкуп уже существующего и устойчивого бизнеса у его собственников. Это может быть выкуп компании менеджерами — МВО (действующим руководством), — часто у корпоративного собственника. Или это может быть выкуп компании менеджментом другой компании — когда группа внешних менеджеров приобретает уже существующий бизнес. Возможен также гибридный вариант. Но как бы ни звучала аббревиатура, в этих случаях большая часть средств, а то и все, идут на то, чтобы расплатиться с предыдущими акционерами. Большинство компаний, привлекающих прямые инвестиции, прибыльны и генерируют устойчивый денежный поток. Часто они пользуются крупными займами, чтобы обеспечить более высокий доход с акционерного капитала, и поэтому денежные средства, поступающие от основной деятельности, используются для обслуживания и возврата долгов. Такие компании, как правило, имеют прочные позиции, и инвестиции в них связаны с гораздо меньшим риском, чем венчурные инвестиции. В значительной степени риск прямых инвестиций может быть обусловлен структурой финансирования сделки. Неудачные случаи прямых инвестиций имеют место в основном, когда сделка во многом осуществляется на заемные средства и обслуживание долга становится для бизнеса непосильным бременем. Это особенно четко видно по обломкам фондов прямых инвестиций, оставшимся после кредитного кризиса 2008 года и последующей рецессии.

Некоторые наблюдения, о которых пойдет речь в этой книге, могут быть полезны и для сделок с прямыми инвестициями, — особенно если говорить об установлении, поддержке и развитии отношений с вашими финансовыми партнерами. Но, как правило, эти сделки имеют

гораздо больший масштаб и происходят на более поздних стадиях развития бизнеса — поэтому у них нет почти ничего общего с венчурным финансированием. У них совсем разная динамика. Да и сами участники этих сделок, инвесторы и менеджмент компаний кардинально различаются по человеческому типуажу.

Как я упоминал, в сделках с венчурным капиталом всегда есть две стороны, две противостоящие команды. И это, конечно, одна из основных проблем. Возможно даже, это самая главная причина, по которой я за свою карьеру повидал одинаковое количество компаний, разрушенных и созданных с помощью венчурного капитала. И эта книга как раз о том, как сделать, чтобы Львы, Ангелы, Драконы и Стервятники оказались по одну сторону баррикад.

Некоторые из моих комментариев, возможно, покажутся не очень лестными, а может быть, даже слишком жесткими по отношению к венчурным капиталистам. Но я вовсе не хочу никого обидеть. Да, я не слишком любезен, употребляя термин «Стервятник» по отношению к профессиональному венчурному капиталисту. На самом деле это определение следует употреблять только в отношении агрессивно настроенного инвестора. Поэтому прошу вас понять мое чувство юмора. Я совсем не хочу, чтобы меня линчевали, когда я в следующий раз попаду в Менло-Парк* или Мейфэр**.

У меня много друзей в сфере венчурного капитала, и я действительно уважаю и ценю их.

Пока я делал карьеру, я получал искреннее удовольствие от того, чем я занимался, находя стоящие передо мной задачи волнующими и разноплановыми; мне нравилось принимать вызов, который мне бросала моя ежедневная работа.

А кроме того, это занятие принесло мне неплохие деньги.

* Город в Калифорнии, где сосредоточены крупные финансовые и технологические компании, связанные с Кремниевой долиной.

** Квартал в Лондоне, где находятся крупные банки и инвестиционные фонды.

Глава 8

Как управлять ожиданиями

Чем меньше ожидания, тем легче их воплотить в жизнь

Так и слышу, как вы говорите, что вся последняя глава была посвящена форме, и ничего по сути. А ведь должно быть наоборот?

Я готов принять вашу критику, если вы пообещаете мне проводить заседания своего совета директоров так, как я вам предлагаю. Недостаточный объем информации, плохая организация и неадекватная подача материала могут выставить даже самый успешный бизнес в невыгодном свете. Но, конечно, как бы грамотно ни была преподнесена информация, как бы хорошо ни было срежиссировано заседание, они не сделают бизнес успешнее, если дела на практике обстоят не очень.

Относительный успех

Одно из определений успешного бизнеса — довольно относительное. Компания, которая работает лучше, чем предполагалось в бюджете, можно сказать, успешна.

Помните свой бизнес-план? в Главе 3 мы говорили о канате, туго натянутом между фактом и выдумкой. И мы согласились с тем, что факт не всегда получает поддержку, а выдумка может привести к трениям.

В первый финансовый период после получения инвестиций ваш бюджет будет напрямую следовать из вашего бизнес-плана. Ведь вряд ли вы сможете сказать своему партнеру на следующее утро: «Спасибо за деньги. Я теперь, пожалуй, составлю новый бюджет, потому что, говоря по правде, я немного раздул все, чтобы получить у вас деньги».

И тогда ваш инвестор на первом заседании совета директоров скажет нечто покрепче, чем просто «О, черт!» — и вы даже можете получить одну из тех неслыханных *warranties*ных претензий, просто потому, что вы не уделили подготовке бизнес-плана достаточно времени и внимания.

Поэтому давайте надеяться, что вы все же последовали моим советам из Главы 3 и убедились, что перспективные оценки на первый период плана относительно скромны. Проблема, однако, в том, что вы, возможно, и этот относительно скромный план не сможете выполнить. Я не могу вспомнить ни одной из своих 23 компаний, которая бы перевыполнила финансовый план на первый год, за исключением одной-двух, которые не планировали никакой выручки вообще и при этом смогли тратить деньги чуть медленнее, чем ожидалось (потому что все, включая найм персонала и расходы, происходило медленнее, чем ожидалось в первый год).

Если вы зарабатываете в первый год меньше того, что ожидали по бизнес-плану, то, поверьте, это непреложный закон природы. И этому даже есть разумное объяснение. Раунд финансирования всегда занимает больше времени, чем ожидаешь. И он всегда требует больше времени менеджмента, чем предполагалось. Он требует больше энергии, поэтому по завершении раунда обычно происходит расслабление, требуется перезарядка батарей или даже отпуск. Когда же вы снова уделили должное внимание своему бизнесу, то, кажется, требуется больше времени, чтобы снова вернуться в рабочую колею и прежний ритм, нанять ключевых новых людей и завершить обсуждение с важными клиентами. Один из основополагающих элементов в деятельности любого предпринимателя — вера в то, что его продукт или услуга настолько интересны, что они будут просто нарасхват. И вы должны быть полны этого оптимизма и энтузиазма, а также быть достаточно сумасшедшим, чтобы вашей энергии хватило на открытие своего дела, но позже, как правило, вы неизбежно недооцениваете время, необходимое, чтобы двигаться дальше.

Такова плохая новость. Хорошая же заключается в том, что опытный Ангел, Дракон или Стервятник должны ожидать подобных трудностей и быть готовы действовать. Поэтому даже если вы почувствуете легкое разочарование и смущение из-за того, что не выполнили план, вы можете утешиться тем фактом, что реальные ожидания вашего нового инвестора должны были быть ниже.

А что насчет второго года? Вы должны придерживаться бюджета, заложенного в изначальном бизнес-плане? Нет, не должны. Первый год не принес вам тех результатов, которых вы ожидали к началу второго года. Поэтому извлеките уроки из первого года. В начале второго года у вас будет более актуальная информация, а ваше понимание рынка станет глубже. Конечно, нужно принять это во внимание и скорректировать бюджет.

Если ваш инвестор не совсем неоперившийся птенец, он и бровью не поведет, увидев перемены в траектории развития вашей компании. Есть даже вероятность, что он и не вспомнит деталей бизнес-плана на второй год. Поверьте, у него и так достаточно цифр, которые следует держать в уме. Гораздо вероятнее он будет помнить конечную цель — «Мы хотим, чтобы наш бизнес стоил 200 млн долларов», — но не конкретный путь к ней.

И это в интересах Стервятника, равно как и в ваших — иметь реалистичный бюджет. «Как дела в Компании X?» — может спросить его управляющий партнер. И было бы здорово, если бы он смог беспечно пожать плечами и ответить с улыбкой: «У нас все хорошо, спасибо. На самом деле, мы немного перевыполняем план».

«Перевыполняете? Это хорошая новость. Тогда не стоит обсуждать их в понедельник на заседании».

Отличный разговор, Стервятнику бы понравилось.

А вот если он ответит: «Да нормально. Они немного не выполняют бюджет, но в целом у них дела идут неплохо», то разговор перейдет в менее приятное русло.

«Не выполняют план, говорите? Вот жалость-то. А как там с денежными средствами? Лучше все же внесите это в повестку дня на понедельник».

Кстати, заметьте, как легко меняется местоимение: было «мы», когда речь шла о перевыполнении бюджета, а стало «они», когда выяснилось, что компания недотягивает. При этом результаты компании могли быть совершенно одинаковыми. При прочих равных можно сказать, что компания, получившая доход в 5 миллионов долларов при плане в 4 миллиона — это более ценный бизнес, чем та, у которой доход составил 5 миллионов при плане в 6. Но я пойду еще дальше и скажу, что я бы с большим удовольствием имел компанию с доходом 5 миллионов долларов при плане в 4, чем компанию с доходом в 6 миллионов, чей план на год — 7 миллионов. Успех относителен — он зависит от тех целей, что вы ставите.

Последствия перевыполнения или невыполнения плана простираются далеко за пределы отношений вашего Стервятника и его босса. Вполне вероятно, ваш Стервятник должен готовить квартальные отчеты об успехах каждой из своих компаний для наблюдательного совета фонда или его инвесторов — драгоценных вкладчиков, о которых мы говорили в Главе 2. Эти внушающие страх люди подчас получают так много данных, что они просто проглядывают странички наискосок, приговаривая: «О боже, эти отстают», «Вот и славно, перевыполняют план», «М-м-м, а кто инвестиционный директор по этому проекту? Он, кажется, хорошо делает свою работу».

И статус вашего Стервятника в его фирме, и его отношения с его инвесторами только улучшатся, если будет видно, что компании в его портфеле оправдывают ожидания. А это в свою очередь поможет вам. Вы тоже хотите, чтобы о вас положительно отзывались на совещаниях партнеров и собраниях инвесторов. Ваши акции вырастут. Вас оставят в покое, чтобы вы занимались своим бизнесом. И если вам понадобится провести еще один раунд финансирования, то это будет легче для вас.

Другое важное соображение — влияние, которое окажет перевыполнение плана на моральный дух вашей команды. Все будут чувствовать, что они добиваются успеха. И они будут с нетерпением ждать плодов этого успеха — бонусов, привязанных к результатам (более подробно о непростой теме вознаграждений в следующей главе).

Поэтому ко второму году и дальше у вас будет возможность провести корректировку. Вы сможете определить бюджет, который вы точно выполните. Так и поступайте. Зачем самому себе вставлять палки в колеса?

Тем не менее, по моему опыту, некоторые компании не справляются с выполнением бюджета даже ко второму году. Большинство предпринимателей настроены чересчур оптимистично и ожидают от своих клиентов той же дальновидности и энергичности. И всегда уходит больше времени, чем вы ожидаете, чтобы передать страсть и восторг, которые вы ощущаете по отношению к своему продукту. Корпоративные клиенты, и даже первые энтузиасты вашего продукта на самом деле гораздо больше склонны к бюрократии, чем вы думаете, и движутся вперед медленнее, каким бы мощным ни было ваше предложение. Клиентам, даже фанатам, требуется больше времени, чем вы себе можете вообразить, чтобы изменить свой образ жизни и улучшить свое существование, купив то, что вы предлагаете.

Как бы то ни было, к третьему году лучшие компании наконец перевыполняют свой план — не очень сильно, потому что вы не хотите мириться с шутками вашего инвестора относительно гибких бюджетов, а потом еще и яростно бороться за сохранение плана на следующий год на достижимом уровне, при этом обеспечивая бонусы для членов вашей команды. Но цифры в сравнительной колонке, что стоит справа в ваших управленческих отчетах, больше не стоят в скобках, не сопровождаются знаком минус и не печатаются красным цветом. И теперь вы можете себе позволить цветной принтер в бухгалтерию, только он вам уже не нужен: все ваши отчеты печатаются только черными чернилами.