



МЕТОДИЧЕСКОЕ ПОСОБИЕ И
ПРАКТИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ
ПО СТРУКТУРИРОВАНИЮ СДЕЛОК,
ПРИМЕНЕНИЮ МЕХАНИЗМОВ
МОТИВАЦИИ КЛЮЧЕВЫХ
СОТРУДНИКОВ, В ТОМ ЧИСЛЕ В
ЗАРУБЕЖНЫХ ЮРИСДИКЦИЯХ,
СТРАТЕГИИ И ТАКТИКЕ ВЫХОДА
НА МЕЖДУНАРОДНЫЙ РЫНОК

Москва, 2017



Deloitte.

Содержание

Раздел 1. Процесс инвестирования	4
Источники инвестирования на разных стадиях жизненного цикла инновационного проекта. Раунды финансирования	4
Мировая практика основных направлений использования средств инвесторов	9
Инвестиционная деятельность венчурных фондов	12
Раздел 2. Предынвестиционный анализ	16
Предынвестиционный анализ (<i>Due diligence</i>)	16
Защита информации	21
Оценка стоимости компании и нематериальных активов	24
Раздел 3. Структурирование сделки	27
Базовые понятия и документы в рамках структурирования сделки	27
Альтернативные методы финансирования малого предпринимательства и инновационных компаний	29
Защита инвестора	39
Ключевые условия, защищающие интересы инвестора	40
Участие инвестора в управлении	48
Риски и ответственность членов совета директоров	51
Риски, связанные с использованием в российской юрисдикции корпоративных договоров/соглашений акционеров и иных аналогичных документов по зарубежному (английскому) праву	55
Раздел 4. Управление	58
4.1 Работа с менеджментом портфельных компаний	59
Основные подходы к формированию команды в зависимости от стадии развития проекта	59
Защита инвесторов от недобросовестности сотрудников	65
Механизмы мотивации ключевых сотрудников	69
4.2. Стратегия и тактика выхода на зарубежные рынки	84
Стимулы выхода на международный рынок	84
Ключевые шаги для определения потенциала проекта и разработки стратегии выхода на международные рынки	86
Механизмы выхода на зарубежный рынок	91
Анализ требований для выхода на зарубежный рынок	96
Формирование команды на зарубежном рынке	117
Государственная экспортная поддержка	119
Раздел 5. Выход из проекта	124
Способы выхода инвесторов из проекта	124
Российская и международная практика выхода инвесторов из проекта	130
Раздел 6. Дополнительные источники информации	137
Приложения	147

Раздел 1. Процесс инвестирования



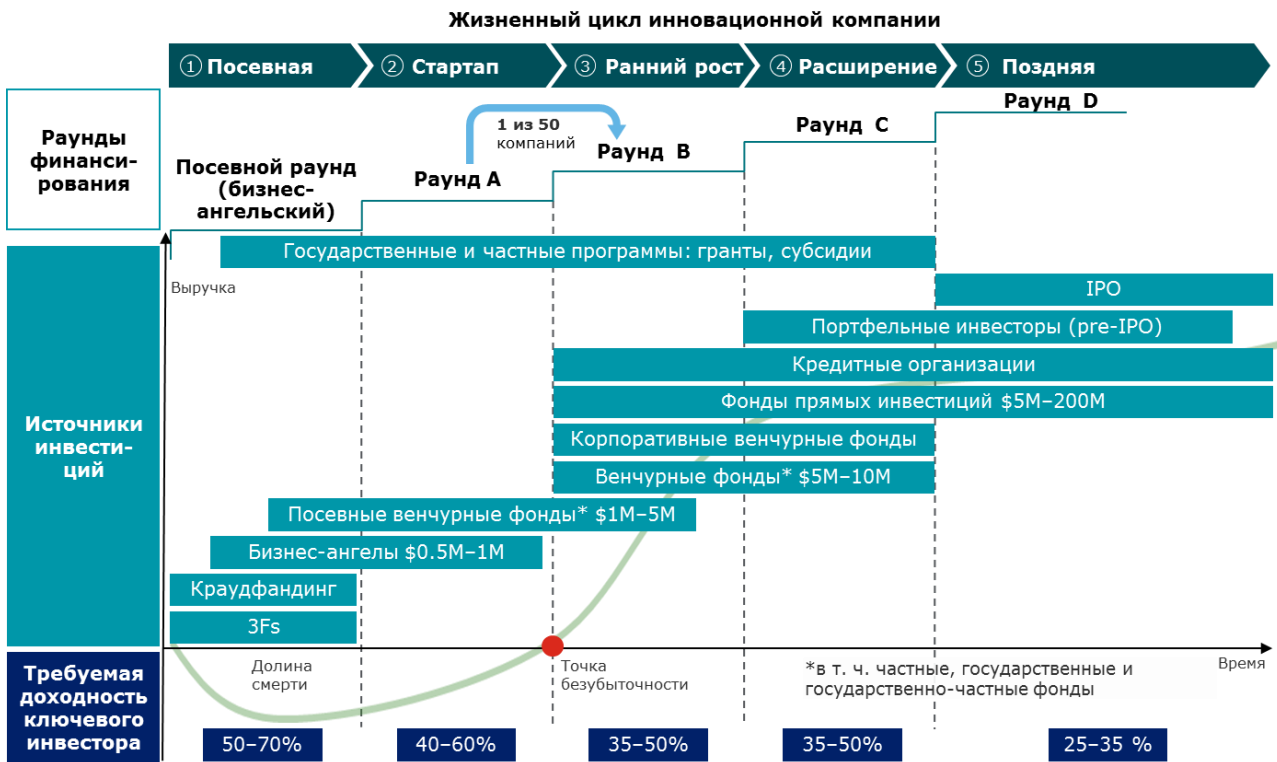
Раздел 1. Процесс инвестирования

Источники инвестирования на разных стадиях жизненного цикла инновационного проекта. Раунды финансирования

Источники инвестирования на разных стадиях жизненного цикла инновационного проекта

Существуют различные подходы к разделению жизненного цикла инновационных компаний на стадии. В соответствии с наиболее распространенным подходом выделяют следующие стадии: посевную, стартап, ранний рост, расширение и позднюю. На поздней стадии развития компании инвестор осуществляет выход, т. е. завершает свой инвестиционный цикл. В некоторых подходах отдельно от посевной выделяют предпосевную стадию.

Рисунок 1. Распределение категорий инвесторов по стадиям жизненного цикла компании



На Рисунке 1 изображена динамика изменения денежного потока (*cash flow*) инновационной компании в течение ее жизненного цикла. Представленная на графике кривая носит название «кривая Джей» (*J-curve*). Она отражает отрицательные денежные потоки на посевной стадии и стадии «стартап», этот период называется «долина смерти» (*valley of death*). Отрицательный денежный поток на ранних стадиях обусловлен высокими затратами на развитие продукта и его вывод на рынок при отсутствии достаточного объема выручки для их покрытия. На данном этапе свое существование прекращают примерно 80% всех проектов. Преодолев «долину смерти», т. е. достигнув точки безубыточности, компания переходит на стадии раннего роста и расширения.

Малые инновационные компании испытывают трудности при получении доступа к источникам финансирования ввиду таких причин, как асимметричность информации и несоответствие объема требуемых предпринимателями инвестиций возможностям инвесторов.

Для каждой стадии характерны определенные источники финансирования, выбор которых зависит от объема требуемых инвестиций, отрасли, в которой функционирует стартап, целей использования финансовых ресурсов, раунда финансирования и т.д.

Потребность в инвестициях на посевной стадии и стадии «стартап» обычно ниже, чем на более поздних, но ранние этапы являются решающими в становлении компании и определяют ее дальнейшее развитие.

На посевной стадии (первой) команда проекта осуществляет верификацию своей идеи, проводит НИОКР, создает лабораторный прототип и формирует бизнес-модель компании. Как правило, финансирование данной стадии происходит за счет собственных средств основателей, краудфандинга, участия в конкурсах, также могут привлекаться государственные и частные гранты и взносы частных инвесторов (бизнес-ангелов).

На стадии «стартап» (второй) обычно создают промышленный прототип (для технологического, медицинского стартапа)/альфа-версию (для ИТ-проекта) и осуществляют первичный запуск продукта на рынке. На данной стадии юридическое лицо уже должно быть зарегистрировано. Потребность в финансовых ресурсах на данном этапе более высокая, чем на предыдущем, при этом расходы значительно превышают выручку, поскольку компания только начинает формировать клиентскую базу и каналы сбыта.

Крупные компании и фонды редко финансируют проекты на ранних стадиях жизненного цикла в связи со значительными рисками. Основными инвесторами проектов являются бизнес-ангелы и посевные венчурные фонды. При этом венчурные фонды заинтересованы в проектах с уже созданными рабочим прототипом/альфа-версией, которые можно протестировать на потребителях и собрать первичные отзывы. Данный подход позволяет снизить риски невостребованности продукта и его технической нереализуемости. В мировой практике (США, Израиль) венчурные фонды инвестируют в проект только после того, как посевной раунд уже профинансирован бизнес-ангелом. Также венчурные фонды заинтересованы в тех компаниях, где создание коммерческого продукта находится на финальной стадии: продукт протестирован, отзывы от конечных потребителей получены, договоры или контракты на поставку пилотной серии заключены.

На стадии раннего роста (третьей) инновационная компания запускает мелкосерийное производство (в случае технологического, медицинского стартапа), постепенно занимает свою нишу на рынке, продолжает формировать клиентскую базу и проводит оценку своей рыночной стоимости. На этом этапе основными источниками финансовых ресурсов являются венчурные фонды (государственные, частные, корпоративные), фонды прямых инвестиций, крупные корпорации и другие институциональные инвесторы.

На стадии расширения (четвертой) компания занимается активным развитием маркетинговой стратегии, выходом на зарубежные рынки, диверсификацией деятельности, созданием и запуском нового продукта или его модификацией. Это обуславливает высокую потребность в инвестициях. Ключевыми источниками финансирования, как и на предыдущей стадии, являются: венчурные фонды (государственные, частные, корпоративные), фонды прямых инвестиций, крупные

корпорации, портфельные и другие институциональные инвесторы. Также возможно привлечение банковских продуктов и портфельных инвесторов (например, *pre-IPO* фонды).

На поздней (пятой) стадии развития инновационной компании инвестор осуществляет выход из ее капитала. В зависимости от специфики компании и рынка определяется оптимальный механизм выхода, например, продажа стратегическому или финансовому инвестору, выкуп менеджментом компании, публичное размещение акций, ликвидация (см. раздел 5).

В Европе технологические стартапы широко сотрудничают с научными институтами для снижения потребностей в инвестициях. Научные институты и университеты заинтересованы в данном взаимодействии, потому что оно способствует получению государственного финансирования. Такое сотрудничество позволяет на 30–50% снизить потребность проекта в инвестициях и, соответственно, увеличить срок жизни компании в течение ранних стадий ее развития¹. Грантовая политика Европы направлена на поддержку стартапов, в том числе на предпосевных этапах. Разнообразие программ представлено в следующих интернет-источниках:

- [Regional Innovation Monitor Plus](#);
- [The ONE STOP SHOP](#);
- [Startup Services](#);
- [Grants for startups](#).

Раунды финансирования

Под раундом финансирования подразумевается предоставление средств на решение определенной задачи в рамках одной из стадий реализации проекта. Различают следующие раунды:

- предпосевной раунд — создание прототипа финансируют бизнес-ангелы и бизнес-акселераторы;
- посевной раунд — создание/доработка прототипа осуществляется за счет инвестиций венчурных фондов;
- раунд А — создание коммерческой версии;
- раунд В — поддержание раннего роста;
- раунд С — рост на рынке;
- раунд D — продажа стратегическому инвестору или проведение IPO.

На каждом последующем раунде финансирования перед компаниями возникают новые цели, требующие большего объема инвестиций². В рамках каждого раунда может быть привлечено несколько инвесторов, как уже вошедших в капитал компании ранее, так и новых.

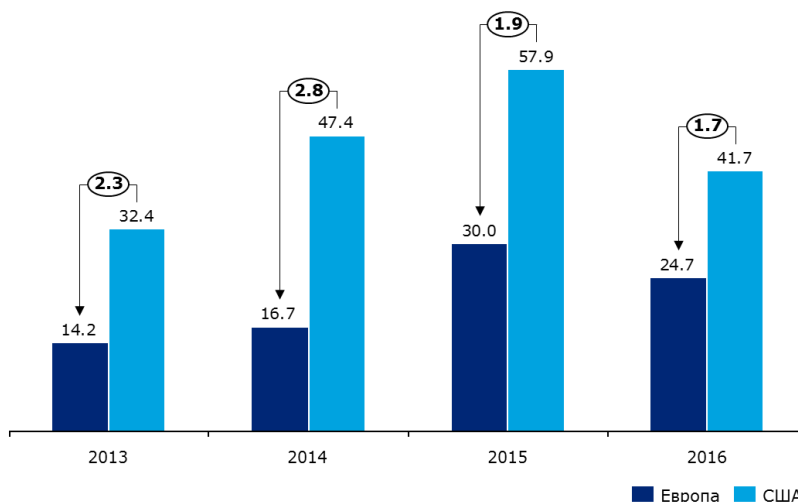
Анализ данных ежегодного отчета Venture Capital Report выявил тенденцию к снижению разрыва между средним размером венчурных инвестиций в Европе и США: если в 2013 году размер инвестиций в США превышал аналогичный показатель в Европе в 2.3 раза, то к 2016 году он сократился до 1.7 раз. Например, если средняя стоимость сделки раунда А в 2013 году в США составила 4.74 млн долл., а в Европе —

¹ Материалы сайта raexpert.ru

² Материалы сайта rb.ru

1.63 млн долл., то в 2016 году американские инвесторы стали вкладывать в среднем по 6.59 млн долл.; а европейские — по 3.09 млн долл. Средняя стоимость сделки серии В в 2013 году составляла 8.85 млн долл. в США, 4.54 млн долл. в Европе, а в 2016 году — 11.09 и 5.38 млн долл. соответственно. Средняя стоимость сделки серии С в 2013 году составляла 17.99 млн долл. в США, 7.75 млн долл. в Европе, а в 2016 году — 22.75 и 15.3 млн долл. соответственно³. (Рисунок 2)

Рисунок 2. Динамика изменения среднего размера венчурных инвестиций в США и Европе с 2013 по 2016, млн. долл.



Каждый раунд инвестиций в **США** необходим для минимизации определенных рисков инвесторов, но это не исключает традиционных направлений использования средств, которые представлены ниже.

- Инвестиции **посевого раунда** направляются на верификацию продукта, то есть на подтверждение его технической выполнимости.
- Инвестиции **раунда А** нацелены на формирование постоянной команды проекта и на минимизацию риска ухода специалистов с ключевыми компетенциями или их параллельного участия в других проектах. В целях устранения данного вида риска в договор могут быть внесены определенные условия, а в компании внедрена система мотивации сотрудников. Также инвестиции направляются на проверку востребованности продукта на рынке.
- Целью инвестиций **раунда В** является активное расширение и экспансия компании и масштабирование продукта. Инвестиции предыдущего периода также могут быть направлены на данные цели, но именно в этом раунде необходимо минимизировать риск того, что возможности по улучшению технических и эргономических свойств продукта исчерпаны. В обратном случае вероятность привлечь следующий раунд финансирования будет минимальна.

Для каждой категории инвесторов существует минимальный и максимальный объем инвестиций в проект. Часто венчурные и инвестиционные фонды отмечают наличие так называемых «мертвых зон» — разрывов в объемах финансирования одного проекта разными категориями инвесторов. Поскольку большинство инвесторов не заинтересованы в проекте без наличия коммерческого продукта и подтвержденного спроса на него, возникает разрыв между посевным раундом инвестиций и раундом В. Таким образом,

³ [Venture Capital Report U.S.](#), [Venture Capital Report Europe](#), анализ «Делойта»

между инвестированием в посевные стадии и стадии раннего роста возникает институциональный разрыв.

На американском рынке отмечается разрыв между инвестированием, осуществляемым бизнес-ангелами, готовыми вкладывать в проект от 50 тыс. до 1 млн долл. (синдицированные инвестиции), и венчурными фондами, готовыми инвестировать в сделку от 3 млн долл. в раунде А и до 5–10 млн долларов в раунде В. Таким образом, компании, которым необходимы инвестиции от 1 до 3 млн долл., попадают в мертвую зону⁴. Для Европы характерен разрыв в инвестициях от 400 тыс. до 1 млн евро.⁵

⁴ Материалы сайта theconversation.com

⁵ Материалы сайта ec.europa.eu

Мировая практика основных направлений использования средств инвесторов

Направления использования привлеченных средств должны быть определены инновационными компаниями перед подачей заявки на получение финансирования.

В каждой отдельной отрасли направления использования средств различаются. Также определяющим фактором использования средств является стадия жизненного цикла компании. На ранних стадиях венчурный капитал преимущественно направляется на разработку технологии и частично на коммерческую деятельность (тестирование жизнеспособности и востребованности продукта на рынке, поиск и первичные переговоры с клиентами и т. д.). На последующих стадиях основными направлениями использования капитала являются расходы на маркетинг и прочие мероприятия по ускорению темпов роста компании. Для построения инфраструктуры и приобретения основных средств (ОС) рекомендуется использовать кредитные программы (основные преимущества которых заключаются в следующем: отсутствие риска разводнения акционерного капитала, отсутствие права участия в принятии управленческих решений, более дешевая форма финансирования), а также лизинг оборудования. Например, товарный кредит от поставщиков является наиболее дешевой формой финансирования, поскольку в данном случае залогом выступает закупленное оборудование, что значительно снижает кредитные риски и, соответственно, стоимость кредита. Венчурные инвестиции также могут быть направлены на приобретение ОС, однако некоторые **зарубежные** фонды отказывают в предоставлении инвестиций, если в заявке данное направление является целевым. В **России** получение долгового финансирования на ранних стадиях развития проекта затруднено размером необходимого обеспечения, которого у основателей, как правило, нет. В то же время в **США** существуют специализированные банки для поддержки инновационных компаний на ранних стадиях развития, например:

- [Silicon Valley Bank](#);
- [Virgin Startup](#);
- [Bridge Bank](#);
- [City National Bank](#);
- [Comerica](#);
- [East West Bank](#);
- [Square 1 Bank](#);
- [Wells Fargo](#).

На протяжении жизненного цикла у компании изменяются потребности и, соответственно, направления использования привлеченных средств (Таблица 1).

Таблица 1. Основные направления использования привлеченных средств на различных стадиях жизненного цикла компании⁶

Стадия жизненного цикла	Общие направления использования привлеченных средств
Посевная	НИОКР, создание прототипа, разработка бизнес-модели
Стартап	Создание коммерческого продукта, выпуск пробной партии, поиск клиентов
Ранний рост	Запуск мелкосерийного производства, маркетинг, продвижение
Расширение	Маркетинг, выход на зарубежные рынки, модификация продукта

⁶Анализ «Делойта»

Стадия жизненного цикла **Общие направления использования привлеченных средств**

Поздняя В случае успешности компании и реализации стратегии, выход инвестора из проекта - организация IPO, подготовка и осуществление слияний и поглощений (M&A) и др.

Инновационные стартапы функционируют в нестабильной внешней среде с высоким уровнем неопределенности, поэтому планы компании по разработке или развитию продукта могут подвергаться изменениям с достаточно высокой периодичностью. Компании согласовывают с инвесторами предложение об изменении деятельности, требующее корректировки первоначального бюджета или финансовой модели по использованию привлеченных средств. В большинстве случаев все вопросы решаются в индивидуальном порядке и зависят от обоснованности предложений команды проекта, а также от позиции и оценки инвестора (Рисунок 3):

- **Проведение дополнительных НИОКР:** на ранних стадиях развития компании инвестиции направляются на проведение НИОКР и тестирование продукта. В процессе доработки продукта могут быть выявлены альтернативные пути развития проекта. **Мировая практика** показывает, что каждая такая альтернатива рассматривается индивидуально. Решение о дополнительных инвестициях или изменении направления использования уже предоставленных средств зависит, в первую очередь, от инвестора и его политики, а также от того смогут ли основатели убедить его в целесообразности и экономической эффективности данных изменений. Для некоторых фондов, особенно для фондов посевных инвестиций, такая ситуация не является исключением из правил: модификация продукта и несколько его итераций на рынке являются неотъемлемыми этапами коммерциализации технологии.
- **Приобретение нематериальных активов (НМА):** обычно на более поздних этапах развития компании возможно приобретение НМА у конкурентов для развития, роста и усиления ее позиций на рынке. Как правило, вместо приобретения НМА стартапы осуществляют слияния или поглощения, а выкуп НМА у инициаторов осуществляют корпоративные венчурные фонды.
- **Покрытие кредиторской задолженности и долгов:** покрытие уже существующего долга компании на момент вхождения инвестора является принципиальным вопросом, решаемым каждым фондом индивидуально. В **большинстве зарубежных фондов** венчурный капитал рассматривается как капитал активного роста и расширения, который не направляется на покрытие долгов. Более того, для снижения таких рисков инвесторы создают на ранних стадиях новое юридическое лицо для внесения инвестиций, а на более поздних — проводят тщательную проверку существующих долгов компании. Несмотря на то, что **российские и некоторые зарубежные фонды** выражают готовность покрыть существующие долги компаний, при прочих равных условиях, фонд отдаст предпочтение проектам без задолженностей.
- **Операционные расходы, в том числе на маркетинговые мероприятия и выход на зарубежные рынки,** являются распространенным и предпочтительным направлением использования средств, поскольку данные расходы направлены на активное развитие и расширение компании.
- **Выкуп НМА, доли инициатора или инвесторов:** данное направление характерно в основном для корпоративных венчурных фондов.

- Приобретение оборудования:** высокая стоимость привлечения венчурного капитала делает нецелесообразным его использование на приобретение оборудования. Для данных целей на ранних этапах жизненного цикла компании предпочтительнее рассмотреть вариант аренды или лизинга. Кроме того, фонды могут предоставлять целевое финансирование для закупок оборудования через долговые инструменты.

Рисунок 3. Специфика использования компаниями привлеченных инвестиций на разных стадиях жизненного цикла

Использование средств	① Посевная	② Стартап	③ Ранний рост	④ Расширение	⑤ Поздняя
Проведение НИОКР	Посевные венчурные фонды финансируют проведение целевых НИОКР. Развитие дополнительного продукта, выявленного при проведении НИОКР, зависит от политики фонда и обоснования целесообразности командой проекта.				
Приобретение НМА	Приобретение НМА у конкурентов для усиления позиции компании и расширения ее деятельности. Обычно вместо приобретения НМА стартапы осуществляют сделки по слиянию и поглощению.				
Покрытие кредиторской задолженности	Большинство инвесторов рассматривают венчурный капитал как капитал активного роста, который не должен быть направлен на покрытие долгов. Однако российские и некоторые зарубежные фонды выражают готовность покрыть существующие долги компаний.				
Операционные расходы	На ранних стадиях средства могут быть направлены на первичный маркетинг и запуск продукта на рынок.		Инвесторы финансируют расширение бизнеса, маркетинговые мероприятия, выход на международные рынки (особенно, при наличии международных партнерских сетей).		
Приобретение оборудования	Аренда оборудования для НИОКР и создания прототипа.	Лизинг обеспечивает налоговые выгоды, ускоренную амортизацию, более мягкие условия, чем у кредита, высвобождение оборотных средств.		Покупка оборудования на поздних стадиях происходит за счет капитала роста или венчурного займа.	
Выкуп НМА, доли основателя или инвесторов	<ul style="list-style-type: none"> Применяется в корпоративном венчурном финансировании Крупные компании приобретают перспективные стартапы для формирования холдинга (т. е. приобретаемое предприятие становится ассоциированным, дочерним или трансформируется в структурное подразделение) Сделки М&А могут сопровождаться увольнением основателя стартапа На зарубежном рынке популярен <i>acqihiring</i>, т. е. привлечение команды стартапа для работы внутри крупной компании путем приобретения всей компании 				
Реструктуризация	Если первоначальная форма непрозрачна и имеет сложную структуру (например, ИП с применением патентной системы налогообложения), то необходима реструктуризация бизнеса.				

Инвестиционная деятельность венчурных фондов

На протяжении жизненного цикла компании используются различные виды прямых инвестиций (*private equity*), в том числе венчурный капитал (*venture capital*) (Рисунок 4).

Венчурный капитал представляет собой капитал, используемый для осуществления долгосрочных (5-7 лет) прямых высокорисковых инвестиций в малые компании (проекты) с высоким потенциалом роста на ранних стадиях жизненного цикла с целью получения прибыли от прироста их стоимости за период инвестирования. Инвестирование на более поздних этапах жизненного цикла осуществляется фондами прямых инвестиций. Мезонинное финансирование (гибридный инструмент, состоящий из нескольких финансовых инструментов с разными уровнями риска и доходности), финансируемый выкуп (*LBO*) и *Distressed buyout* (инвестиции в акции или долговые инструменты компании, испытывающей финансовые трудности) рассматриваются в разделе «Альтернативные методы финансирования малого предпринимательства и инновационных компаний».

Рисунок 4. Виды прямых инвестиций

Вид прямых инвестиций	Венчурный капитал	Капитал роста	Мезонинное финансирование	LBO	Distressed buyout
Типичный объем инвестиций	\$0.5M-\$10M	\$0.5M-\$10M	\$0.5M-\$10M	\$5M-\$200M	\$5M-\$200M
Вид фонда прямых инвестиций	Венчурный фонд	Фонд прямых инвестиций	Фонд прямых инвестиций	Выкуп любым фондом/компанией	Выкуп любым фондом/компанией
Описание	Капитал, используемый для осуществления долгосрочных (5-7 лет) прямых высокорисковых инвестиций в инновационные компании с высоким потенциалом роста	Капитал, инвестируемый в зрелые компании с целью вывода их на новые рынки, расширения сферы их деятельности или осуществления значительных приобретений, без перехода контроля над бизнесом	Гибридный инструмент, состоящий из нескольких финансовых инструментов с разными уровнями риска и доходности	Приобретение компании с использованием значительного объема заемных средств	Инвестиции в акции или долговые инструменты компании, испытывающей финансовые трудности
Пример отрасли	Здравоохранение, технологии, ПО	Любая отрасль	Потребительские товары, недвижимость, производственная промышленность	Потребительские товары, пищевая промышленность	Бумажная и деревообрабатывающая промышленность

Инвестиционный процесс каждого венчурного фонда различается и обладает своими особенностями в связи с индивидуальной стратегией развития, подходами к оценке стоимости компаний, предпочтениями проектов из различных отраслей на разных стадиях развития. Стандартный инвестиционный процесс венчурного фонда начинается со скрининга заявок, затем проводится *due diligence* (предынвестиционный анализ) для отобранных и одобренных инвестиционным комитетом проектов. По результатам *due diligence* принимается решение об инвестициях, происходит структурирование сделки, оформляются необходимые юридические документы и начинается постинвестиционный этап, включающий управление и выход инвесторов (Рисунок 5).

Рисунок 5. Типичный инвестиционный процесс венчурного фонда⁷



По данным Национальной ассоциации венчурных капиталистов США, из десяти компаний, получающих венчурные инвестиции, три-четыре не окупаются, еще три-четыре возвращают вложенные средства, но с нулевой прибылью. Таким образом, только одна или две компании из десяти приносят инвесторам высокую прибыль. По данным исследования, проведенного Лабораторией инвестиционных решений, 75% компаний, финансируемых за счет венчурного капитала, не окупаются (на основе анализа финансовых результатов 2000 компаний, привлечших свыше 1 млн долларов США каждая)⁸.

Таким образом, инвестор успешно выходит приблизительно из 30% профинансированных компаний (возвращает инвестиции и получает прибыль). Однако перед тем как инвестировать в отобранные десять проектов, венчурному инвестору необходимо проанализировать до нескольких сотен заявок. К примеру, в [Mangrove Capital Partners](#) (наиболее известный проект — Skype) из 1500 фирм на этапе скрининга лишь пять в итоге получают инвестиции. Первичный отбор в венчурном фонде [Draper Fisher Jurvetson](#) проходит лишь 2.5% полученных заявок. В основном на данном этапе отсеивается порядка 50–80% процентов заявок.

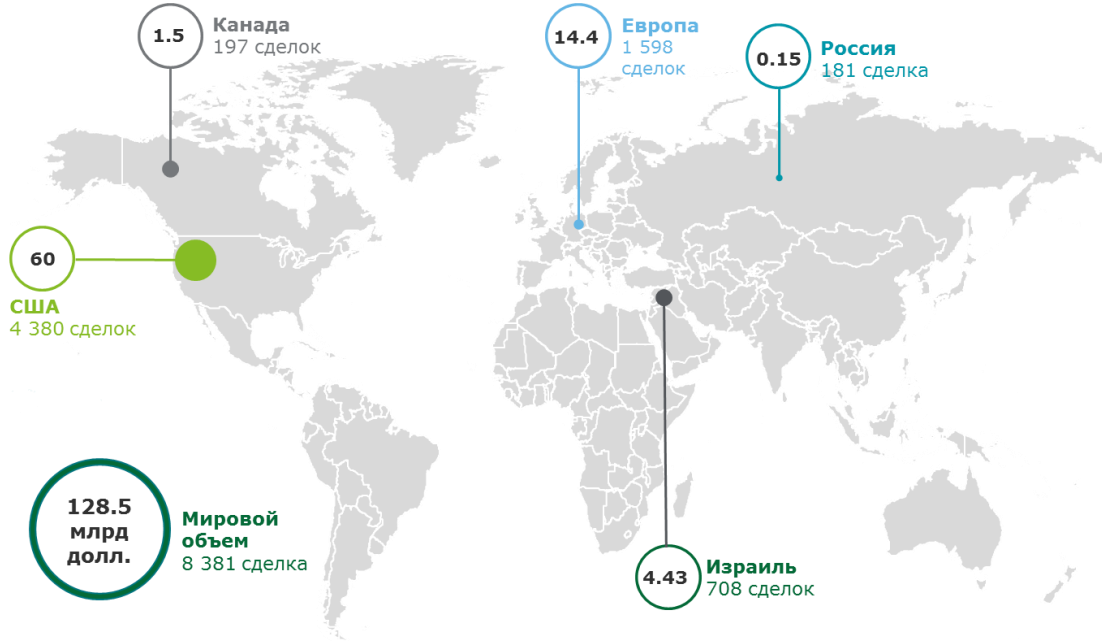
Для процедуры скрининга проектов фонды применяют стандартные подходы, которые позволяют минимизировать затраты времени и ресурсов. Стоимость скрининга состоит преимущественно из оплаты труда экспертов, проверяющих заявки. На данном этапе отсеивается большинство проектов, поскольку качественное проведение *due diligence* требует значительных временных (от нескольких месяцев до года) и финансовых затрат (см. раздел «Предынвестиционный анализ (*Due diligence*)») и применяется только для проектов, обладающих наибольшим инвестиционным потенциалом.

⁷ Анализ «Делойта»

⁸ Материалы сайта lab-invest.ru

В целом за 2015 год венчурные инвестиции достигли объема 128.5 млрд долл., продемонстрировав рост на 44% по сравнению с 2014 годом (рост 2014 г. к 2013 г. составил 156%)⁹. Лидирующую позицию на рынке венчурных инвестиций занимает США (Рисунок 6).

Рисунок 6. Объем венчурного рынка и количество сделок¹⁰



В 2015 году в США было совершено 74 сделки (объем каждой из которых превысил 100 млн долл.), по сравнению с 50 аналогичными сделками в 2014 году. В целом наиболее значительный рост по сравнению с 2014 годом показали финансовый сектор (183%), сфера потребительских товаров и услуг (57%), а также отрасль здравоохранения (133%)¹¹.

С 2003 по 2015 год количество венчурных фондов в США сократилось на 32% — с 1 788 до 1 224, число венчурных капиталистов снизилось на 60%¹². В то же время количество новых фондов увеличилось. Наиболее активные венчурные фонды в США и других странах представлены в Таблице 2.

Таблица 2. Венчурные фонды разных стран

США ¹³	Великобритания ¹⁴	Сингапур ¹⁵
Benchmark	North West Fund	500 Startups
Union Square Ventures	Index Ventures	East Ventures
Lowercase Capital	Accel Partners	Golden Gate Ventures
First Round Capital	Balderton Capital	Wavemaker Partners
Sequoia Capital	Midven	CyberAgent Ventures
Baseline Ventures	MMC Ventures	Gobi Partners

⁹ Материалы сайта bankir.ru

¹⁰ Материалы NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION Yearbook 2016, rosinfocominvest.ru, bankir.ru

¹¹ Материалы сайта nvca.org

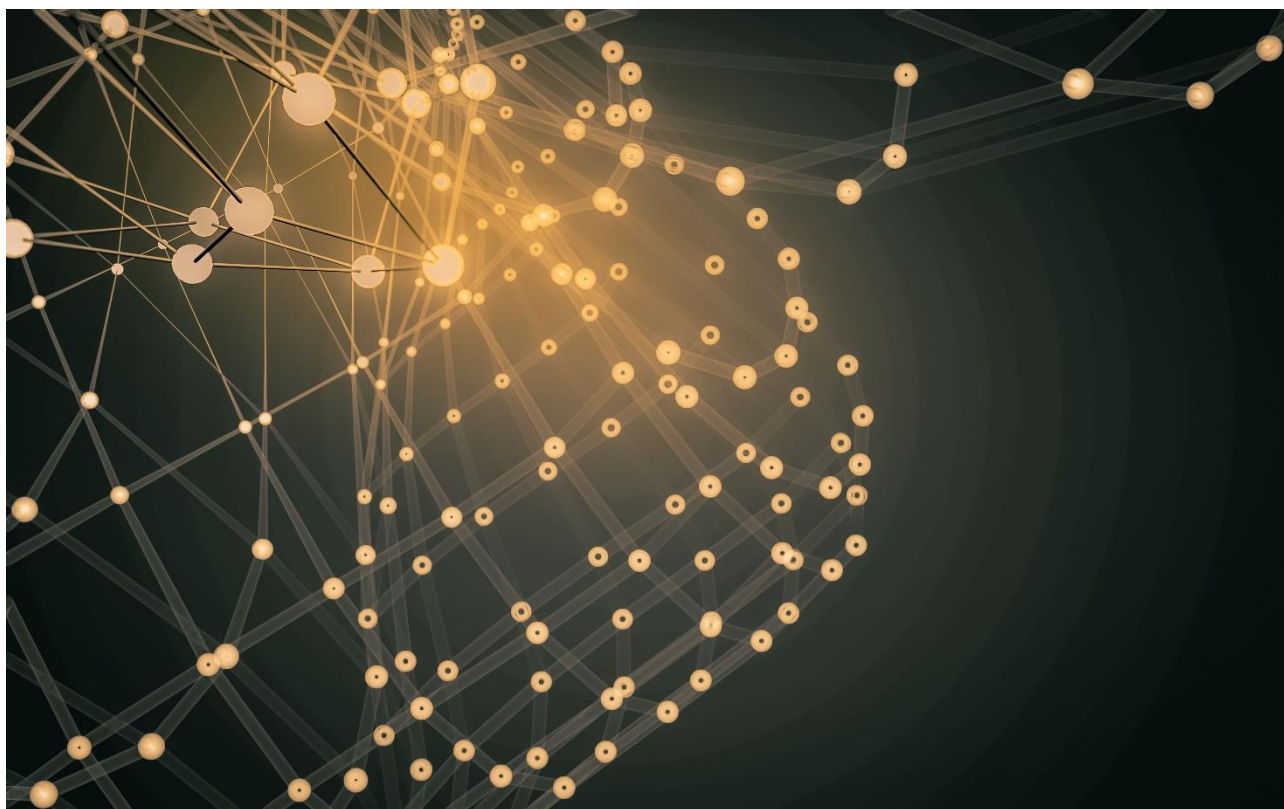
¹² Материалы NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION Yearbook 2016

¹³ Материалы сайта cbinsights.com

¹⁴ Материалы сайта cbinsights.com

¹⁵ Материалы сайта techinasia.com

Раздел 2. Предынвестиционный анализ



Раздел 2. Предынвестиционный анализ

Предынвестиционный анализ (*Due diligence*)

Due diligence — это всесторонний предынвестиционный анализ, позволяющий аккумулировать данные об объекте инвестиций с целью устранения информационной асимметрии между инициаторами проекта и инвестором. *Due diligence* направлен на проверку законности и коммерческой привлекательности планируемой сделки или инвестиционного проекта.

Процедура *due diligence*, как правило, состоит из двух этапов:

1. На первом этапе инвестор знакомится с командой проекта, тестирует прототип продукта или альфа-версию (в зависимости от отрасли), самостоятельно оценивает перспективность продукта исходя из своего опыта и рыночных тенденций. Инвестор может дополнительно запросить у основателей стартапа список клиентов и партнеров для получения информации о компании непосредственно из первоисточников. Некоторые фонды осуществляют данные процедуры на этапе первичного отбора, до заключения соглашения о намерениях (*term sheet*). Данный этап позволяет собрать первичную информацию о проекте без значительных финансовых затрат.
2. На втором этапе для проведения процедуры *due diligence*, как правило, привлекают внешних экспертов: рыночных (сотрудники потенциальных клиентов) и технологических специалистов, осуществляющих НИОКР в смежных областях. Некоторые фонды посевных инвестиций создают постоянный экспертный совет (*advisory board*). Данный этап является самым дорогостоящим и трудозатратным.

Процедура *due diligence* также подразделяется на общий (маркетинговый) и специализированный анализ (Рисунок 7). Общий *due diligence* направлен на оценку продукта — его уникальности и ценности, команды проекта — компетенций и опыта участников, рынка — потенциала спроса и уровня конкуренции на рынке, бизнес-модели — детальности проработки концепции, эффективности стратегии роста.

На ранних стадиях жизненного цикла компании (посевная, стартап) значительное внимание уделяется не количественным, а качественным показателям деятельности компании. Таким образом, на ранних стадиях, как правило, проводится качественный анализ параметров оценки проекта:

1. **Идея** проекта: оценивается ее инновационность, уникальность и способность удовлетворить потребности потенциальных клиентов.
2. **Команда**: оценивается опыт и компетенции команды проекта, наличие не только технических специалистов, но и специалистов с деловыми навыками.
3. **Рынок**: оценивается потенциальный спрос, доля рынка, количество конкурентов, барьеры для входа и выхода.
4. **Бизнес-модель**: оценивается наличие детализированной концепции, стратегии развития, целевой аудитории, ценностного предложения.

На поздних стадиях жизненного цикла компании (ранний рост, расширение, выход) большее внимание уделяется количественным показателям ее функционирования:

1. **Продукт** оценивается по показателям выручки: объем выручки и темпы ее прироста.
2. **Команда**: оценивается опыт и компетенции команды проекта (аналогично оценке компании на ранних стадиях ее жизненного цикла).
3. **Рынок**: оценивается доля рынка и прогнозируется дальнейший рост, в том числе предел масштабируемости продукта.
4. **Бизнес-модель**: оценивается достижение плановых результатов деятельности компании и жизнеспособности ее **бизнес-модели**.

Рисунок 7. Особенности проведения общего исследования в зависимости от стадии жизненного цикла инновационной компании¹⁶

Параметры оценки	① Посевная ② Стартап ③ Ранний рост ④ Расширение ⑤ Поздняя				
	Продукт	Идея/Концепция/Лабораторный прототип/Серийный прототип		Продукт/Расширение продуктового ряда/Модификация	
Команда	Опыт команды, количество основателей, разнонаправленность специалистов, репутация, талант		Опыт команды, количество основателей, разнонаправленность специалистов, репутация, талант		Опыт команды, разнонаправленность специалистов, репутация
Рынок	Возможная доля рынка, потенциальный спрос, наличие аналогов и конкурентов, барьеры для входа и выхода		Размер рынка, спрос, наличие аналогов и конкурентов, барьеры для выхода		Размер рынка, спрос, наличие аналогов и конкурентов, барьеры для выхода
Бизнес-модель	Уникальность и ценностное предложение, диверсификация, стратегия сбыта		Стратегия сбыта, стратегия роста, стратегия выхода на международные рынки		Стратегия роста и выхода на IPO

После проведения общего *due diligence* проводят более детальный и дорогостоящий специализированный анализ (Рисунок 8), включающий:

- технический анализ — исследование технологии, лежащей в основе продукта компании, с целью определения его работоспособности, технической выполнимости и инновационности;
- финансовый анализ — анализ всей финансовой деятельности компании, включая кредитную историю, наличие долгов, уплаченные налоги и корректность всей финансовой документации;
- юридический анализ — проверка всех юридических документов, в том числе способов защиты НМА, регистрации юридического лица, договоров с поставщиками и клиентами и др.

¹⁶ Анализ «Делойта»

Рисунок 8. Структура специализированного исследования¹⁷

	Технический анализ	Финансовый анализ	Юридический анализ
Предмет анализа	<ul style="list-style-type: none"> • Инновационность продукта • Техническая выполнимость продукта 	<ul style="list-style-type: none"> • Финансовые потоки • Кредитная история • Налоги 	<ul style="list-style-type: none"> • Защита НМА • Регистрация юр. лица • Проверка юр. документов
Драйверы роста транзакционных затрат	<ul style="list-style-type: none"> • Жизненный цикл инновационной компании/ раунд финансирования • Отрасль 	<ul style="list-style-type: none"> • Жизненный цикл/раунд финансирования • Отрасль • Объем финансирования • Продолжительность переговоров • Количество участников 	
Привлечение внешних экспертов	<ul style="list-style-type: none"> • Привлекаются в 50% сделок • В высокотехнологических отраслях • В случае отсутствия в фонде технического эксперта в определенной области 	<ul style="list-style-type: none"> • При объеме инвестиций более \$20 млн • Для подтверждения собственной оценки • На поздних стадиях развития проекта 	Привлечение юриста для сопровождения каждой конкретной сделки
Затраты	Зависят от технологии	Посевной раунд: \$5 тыс. Раунды А, В: \$25–100 тыс.	Посевной раунд: \$5–20 тыс. Раунды А, В: \$30–100 тыс.
Рекомендации	Привлечение отраслевых экспертов, специализация в определенной отрасли	Привлечение внешнего эксперта для дополнительной оценки стоимости	Привлечение юристов на ранних этапах инвестиционного процесса (до заключения Term sheet)
Распределение затрат между участниками	Внесение отчета о проведении DD в качестве вклада в УК возможно через конвертацию долга в капитал	<ul style="list-style-type: none"> • В РФ фонд, как правило, несет затраты самостоятельно • В США могут быть включены в сумму инвестиций (до 3%) 	В США затраты несет, как правило, инициатор сделки: <ul style="list-style-type: none"> • в счет инвестиций • по факту затрат

На ранних стадиях развития компания не имеет длительной финансовой и юридической истории, поэтому затраты на финансовый и юридический анализ незначительны. Тем не менее необходима проверка правильности выбора способа защиты НМА (кто является автором, патентообладателем, имеется ли обременение и т. д.), регистрации юридического лица и других правовых документов.

На поздних стадиях развития проекта затраты на финансовую и юридическую экспертизу возрастают, а затраты на технический анализ снижаются, поскольку технология уже апробирована на рынке.

Затраты на анализ и привлечение юристов на посевной стадии жизненного цикла без возникновения спорных вопросов в США составляют примерно 5 тыс. долл.¹⁸¹⁹

Продолжительные переговоры сторон инвестиционного процесса, особенно при большом количестве инвесторов и раундов финансирования, значительно увеличивают размер затрат на *due diligence* и юристов, которые могут достигать 100–150 тыс. долл.²⁰²¹ Для минимизации риска сокрытия инновационной компанией информации, значимой для принятия инвестиционного решения, фонд вправе предложить подписать соглашение (в рамках *term sheet*), в соответствии с которым, в случае наступления данного риска, полный объем затрат на проведение *due diligence* должна будет покрыть сама компания.

Стоимость процедуры *due diligence* значительно варьируется в зависимости от отрасли деятельности, размера и стадии жизненного цикла компании. Согласно экспертным оценкам затраты на *due diligence* составляют 1.3–2% от объема инвестиций²². В случае проведения процедуры *due diligence* компании с разветвленной структурой, обладающей иностранными активами, необходимо проанализировать всю группу, при этом

¹⁷ Анализ «Делойта»

¹⁸ Материалы сайта theventurealley.com

¹⁹ Материалы сайта lawtrades.com

²⁰ Материалы сайта raexpert.ru/

²¹ Материалы сайта venturehacks.com

²² [Van Osnabrugge. «A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis»](#)

транзакционные затраты не должны превышать 5–9% от объема инвестиций²³. Стоимость *due diligence* в консалтинговых компаниях Москвы начинается от 60–70 тыс. руб.²⁴

Важно | Суммарные транзакционные затраты обычно не превышают 5% от объема инвестиций, однако у некоторых американских фондов эти расходы могут достигать 10–20%.

Подход к проведению *due diligence* в российских венчурных фондах зависит от отраслевой специализации фонда, стадии жизненного цикла компаний и количества инвесторов в раунде финансирования. В большинстве случаев проведение *due diligence* оплачивает инвестор или группа инвесторов. При наличии нескольких инвесторов в раунде финансирования затраты либо делятся пропорционально долям участия инвесторов в капитале, либо все или большую часть затрат оплачивает ведущий инвестор. Компания в этом случае может оплачивать только расходы на юриста.

Внесение отчета о *due diligence* или отчета об оценке стоимости компании в уставный капитал (УК) возможно через конвертацию долга в капитал, т. е. продажу отчета обществу с одновременным увеличением УК. Таким образом, отчет первоначально продается обществу и одновременно с этим увеличивается УК. Однако вклад в УК осуществляется не посредством внесения денежных средств, а путем зачета долга общества в счет обязанности участников внести денежные средства по оплате УК. С правовой точки зрения данная операция является оплатой с двух сторон без физического движения денег. Негативные налоговые последствия не будут возникать в следующих случаях²⁵:

- сделка по приобретению отчета будет экономически обоснованной;
- отчет будет приобретен по рыночной стоимости;
- из документов сделки должно следовать, что долг общества перед акционерами засчитывается в целях увеличения чистых активов общества.

В **США** данный этап менее формализован и детализован, решение об инвестициях принимается быстрее, чем в России. Стоимость общего, технического и финансового *due diligence* оплачивается инвестором, в то время как юридические расходы могут быть поделены между инвестором и компанией. Стоимость *due diligence* варьируется от 5 тыс. долл. до 150 тыс. долл.

В **Израиле** процедура *due diligence* значительно отличается от российской, поскольку количество сотрудников, занятых в технологической и финансовой сферах, составляет не более 250 тыс. человек, вместе с юристами — 300 тыс. человек. Поэтому вся экспертиза, связанная с юридическими и финансовыми вопросами, осуществляется за счет наработанного социального капитала, т. е. инвестор либо лично знает основателей, либо может получить необходимую информацию через собственные связи. Основное внимание уделяется анализу продукта, бизнес-модели и рынка, который проводят внутренние и внешние эксперты. Такие консультации часто осуществляются на бесплатной основе по телефону в целях налаживания контактов. Важно отметить, что фонды инвестируют в проект, когда завершилась стадия финансирования бизнес-ангелами. Затраты на проведение *due diligence*, как правило, оплачивает компания.

В **Сингапуре** для компании на посевной стадии развития длительность проведения *due diligence* обычно не превышает одного-двух месяцев. В первую очередь инвесторы

²³ Данные «Делойта»

²⁴ Материалы сайта okgru.com, cornaudit.ru

²⁵ Ст. 251 НК РФ

оценивают компетенции участников команды проекта, а также проводят оценку продукта и потенциала рынка. Детализация финансового анализа зависит от объема запрашиваемых инвестиций: если он менее 1.5 млн сингапурских долларов, то необходимо рассчитать финансовую модель на перспективу в три-четыре года, в том числе оценить вероятность возврата инвестиций. При инвестициях свыше 1.5 млн сингапурских долларов требуется детальное бизнес-планирование. Большинство фондов в Сингапуре имеют своих внутренних экспертов, только около 30% фондов привлекают внешних специалистов.

Защита информации

Важной составляющей прединвестиционного анализа является технологическая экспертиза. На ранних стадиях проекта (посевной и стадии «стартап») ее результаты могут стать ключевым фактором принятия решения об инвестировании в связи с отсутствием достоверного подтверждения работоспособности идеи или технологии и потенциала их коммерциализации. На более поздних стадиях значение технологической экспертизы снижается, так как востребованность готового продукта на рынке уже подтверждена.

С целью снижения риска раскрытия инновационной идеи третьим лицам во время проведения технологической экспертизы специализированные венчурные фонды пользуются услугами внутренних экспертов. Универсальные венчурные фонды, как правило, привлекают внешних экспертов, вследствие чего возникают следующие риски:

- риск утраты ноу-хау;
- риск утраты новизны;
- риск копирования технологии;
- риск появления конкурирующей технологии, разработанной с использованием идей и принципов технологии, проходящей экспертизу.

Несмотря на умеренную степень риска раскрытия идеи, начиная со стадии переговоров с инвесторами, основатели должны разработать стратегию защиты конфиденциальной информации. Такая стратегия может быть реализована с помощью системы управленческих и правовых мер.

Управление информацией предполагает:

- контроль объема раскрываемой информации — предоставление минимально необходимого, но не избыточного объема информации;
- контроль надежности получателей информации, предполагающий осуществление тщательной проверки репутации потенциальных партнеров и экспертов;
- сокращение количества подрядчиков, которым предоставляется доступ к конфиденциальной информации.

Стратегия юридической защиты информации включает в себя:

- выбор правового режима защиты;
- определение собственника прав на интеллектуальную собственность;
- определение значимых зарубежных рынков, географии защиты.

В международной практике наиболее распространенным требованием со стороны инвесторов в сфере распределения прав интеллектуальной собственности является закрепление ключевых активов за портфельной компанией. Данное условие должно быть соблюдено на момент совершения инвестиций.

Наиболее часто используемыми правовыми режимами защиты идей и технологий являются авторское право, режим ноу-хау и патент.

- Авторское право может быть использовано для охраны произведений науки, литературы, искусства и программного обеспечения. Авторское право защищает от получения иными лицами выгод от использования продукта творческой деятельности, т. е. защищает «форму идеи», но не саму идею.

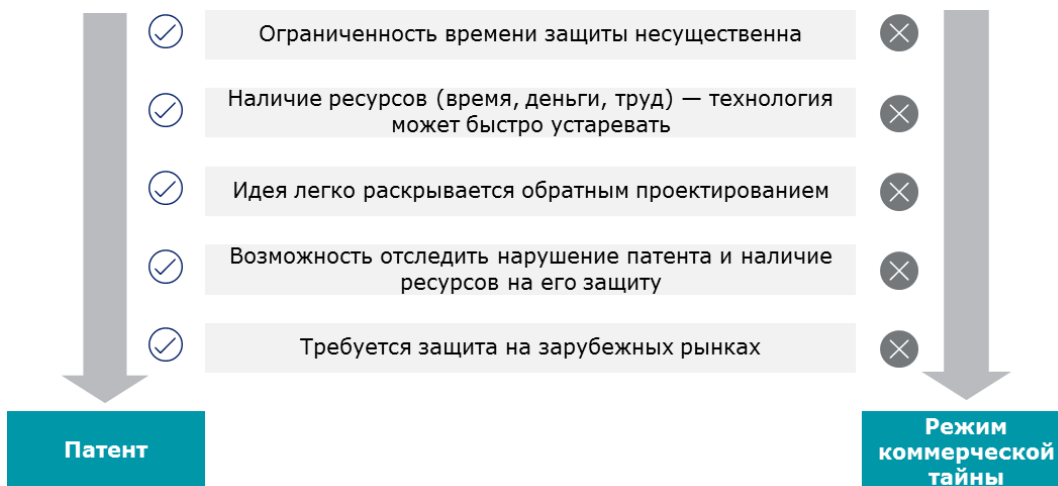
- Режим служебной и коммерческой тайны (или режим охраны ноу-хау) может применяться в отношении изобретения, полезной модели, промышленного образца, а также технологии производства.
- Патент может быть выдан на изобретение, полезную модель и промышленный образец.

Как правило, выбор осуществляется в пользу патентования или режима служебной и коммерческой тайны (ноу-хау). При патентовании раскрывается суть технологии, в то время как режим ноу-хау предполагает сохранение сведений в тайне, но в случае разглашения или независимого открытия технологии иным лицом запретить использование идеи невозможно.

Выбор способа защиты бизнес-идеи зависит от оптимального соотношения затрат на его применение и требуемого уровня защиты. Процесс получения патента более трудоемкий и затратный, а его защита имеет ограничения — патент действует только в выдавшей его стране. В то же время патент является гарантией монопольного использования изобретения в период его действия, а также служит препятствием для получения иными лицами выгод от использования технологии. При выборе данного типа защиты сохраняются риски изучения и модификации технологии для ее последующего патентования и использования другими компаниями. Режим коммерческой тайны более прост в применении с точки зрения затрат времени, средств и усилий, однако он несет в себе риск независимого открытия, в случае которого новый автор технологии может законно ее использовать и патентовать.

Процесс выбора оптимального режима защиты интеллектуальной собственности и влияющие на него факторы изображены ниже (Рисунок 9).

Рисунок 9. Выбор оптимального режима защиты интеллектуальной собственности



Выбор режима коммерческой тайны на практике реализуется введением в компании системы мер по защите коммерческой тайны, которая предполагает:

- ведение перечня ноу-хау и сведений, составляющих коммерческую тайну;
- определение процесса обращения с ноу-хау и введение контроля за его соблюдением;
- контроль за кругом лиц, получивших доступ к ноу-хау;
- договорное регулирование отношений с работниками и контрагентами (заключение соглашения о неразглашении).

При выборе режима патентования важным фактором является определение приоритетных рынков при планировании получения первого патента. Патентное право является частью национального законодательства каждой страны, то есть патент, выданный в конкретной стране, действует только на ее территории. Регистрация патента только в одной стране, без дальнейших действий по получению аналогичных прав на крупных рынках, ведет к риску потери уникальных прав на интеллектуальную собственность на данных рынках. Параллельные исследования в разных странах и быстрое распространение информации о новых технологиях повышают риск «параллельного патентования». Изучение и определение потенциальных рынков на начальной стадии проекта и подача заявок на каждом из них позволят обеспечить правовую защиту технологии. Получение национального патента предоставляет приоритетное право на патентование в других странах в течение 12 месяцев. Также договор о патентной кооперации (*The Patent Cooperation Treaty*) предполагает наличие приоритета регистрации патентов более чем в 150 странах в течение 36 месяцев.

В связи с ограничением срока действия патента выбор данного режима в ряде случаев не является оптимальным. Важно учитывать стадию готовности технологии и период времени до планируемой реализации продукта на рынке.

Практические советы

В рамках реализации стратегии защиты информации рекомендуется:

- сформировать сеть внешних экспертов с проверенной репутацией;
- сократить количество людей, получающих конфиденциальную информацию о продукте/идее;
- разработать и использовать «сокращенное» описание концепции (тизер), предназначенное для презентации любым третьим лицам без ограничений (для использования в процессе первого общения с инвестором или иными потенциальными партнерами);
- подписать соглашение о неразглашении (в случае отсутствия патента, авторского права и т.п.);
- выбрать правовой режим (на этапах разработки приоритетным является режим охраны ноу-хау, на этапе готовой технологии и продукта — режим коммерческой тайны или патентование).

Оценка стоимости компании и нематериальных активов

Подход к оценке стоимости компании зависит от стадии жизненного цикла, на которой она находится.

На начальных стадиях (посевной и стадии «стартап») определить стоимость проекта классическими методами оценки практически невозможно ввиду отсутствия ретроспективных данных и малого количества активов.

В связи с этим, на начальном этапе оценка является результатом переговоров, основана на анализе качественных характеристик проекта (перспективности идеи/технологии, таланта команды, наличия рынка) и представляет собой ожидания сторон о будущем росте компании. Данный подход может не отражать реальной стоимости проекта, поэтому инвесторы используют различные механизмы защиты от инвестирования в переоцененные проекты, которые рассмотрены в конце данного раздела.

Для оценки потенциальной стоимости компании инвесторами используются следующие методы:

- метод венчурного капитала;
- сравнительный метод;
- метод реальных опционов.

На стадии раннего роста, расширения и поздней стадии для оценки стоимости компании используются ретроспективные данные и сведения об имеющихся активах, в том числе нематериальных. Данные о результатах деятельности, а также перспективы роста компании дают возможность проводить оценку **доходным, затратным и сравнительным** методами. Также накопленный опыт проектной команды позволяет оценить ее достижения и вектор развития.

Оценка НМА производится в рамках оценки всего бизнеса и является наиболее сложной ее частью в связи с уникальностью каждого нематериального актива. НМА оцениваются на основе изучения следующих факторов:

- широта использования;
- размер рынка, выход на который обеспечивает НМА;
- потенциал роста данного рынка;
- абсолютный возраст технологии и сравнение его с конкурентами;
- стадия разработки НМА;
- потенциал доработки НМА;
- сложность доработки и расходы на развитие;
- расходы на коммерциализацию;
- наличие технологии серийного производства;
- конкуренция и наличие заменителей;
- преимущества перед технологиями конкурентов;
- наличие правовой защиты (национальной и международной).

Наибольшее значение оценка НМА приобретает в случае внесения таких активов в качестве вклада в уставный капитал. Неденежный вклад в уставный капитал должен быть оценен независимым оценщиком (в соответствии со статьей 66.2 Гражданского кодекса РФ). Вкладом может быть право на использование НМА, но не сам объект интеллектуальной собственности. Данное право может быть передано на основании лицензионного договора или договора уступки исключительного права. Как и при оценке

стоимости компании, оценка НМА на посевной стадии определяется в результате переговоров, так как проведение оценки независимым экспертом, как правило, бывает затруднительно. На дальнейших стадиях производится более надежная количественная оценка, поскольку присутствует подтверждение востребованности технологии.

Внесение неденежного вклада в уставный капитал не является распространенной практикой в связи с высоким риском неточной оценки и возникновением дополнительных транзакционных издержек. Особенно редко такая практика используется в **Российской Федерации**, так как отсутствует необходимость формирования большого уставного капитала. Для контрагентов (кредиторов, потенциальных инвесторов) размер уставного капитала не является определяющим фактором при принятии решений о предоставлении инвестиций/заемных средств. Распространение данной практики в **США** обусловлено большим значением размера уставного капитала для контрагентов, в том числе при привлечении заемного финансирования (в частности, в связи с более высокой кредитоспособностью).

Ввиду существенности риска неточной оценки компании инвесторы используют определенные механизмы защиты от ее завышения на стадии входа в проект. Примеры таких механизмов представлены ниже.

- **Последующая переоценка бизнеса** предполагает включение в документацию условия, предусматривающего корректировку долей при отклонении от запланированных ключевых показателей эффективности (КПЭ) — зеркальные условия для инвестора и предпринимателей. Если КПЭ не достигаются, доля инвестора увеличивается. В случае если эффективность проекта превзойдет установленные показатели эффективности, увеличится доля основателей.
- **Использование конвертируемых инструментов:**
 - конвертируемый заем — предоставление инвестором займа без первичной оценки компании. Инвестор получает скидку на покупку акций в следующем раунде инвестиций, когда оценка стоимости компании является более надежной. Ограничение (*cap*) гарантирует получение инвестором не менее определенного процента в капитале компании;
 - конвертируемые привилегированные акции имеют более высокую доходность по сравнению с обыкновенными акциями, но могут быть конвертированы в обыкновенные в случае их более высокой оценки по сравнению с привилегированными.

Практические советы

Использование конвертируемого займа на начальных стадиях развития проекта и начальных раундах финансирования является **общепринятой мировой практикой**²⁶ венчурного рынка. Период времени между раундами позволяет инвестору подробнее изучить рынок, команду и сам продукт, то есть произвести более точную оценку компании.

²⁶ По результатам интервью международных экспертов, материалы сайтов avc.com, sethlevine.com

Раздел 3. Структурирование сделки



Раздел 3. Структурирование сделки

Базовые понятия и документы в рамках структурирования сделки

В процессе структурирования сделки инвестор заинтересован в максимизации своего дохода при минимальном уровне риска. В свою очередь, основатель стремится минимизировать риск размытия своей доли и сохранить контроль над компанией. Таким образом, оптимальная структура сделки соответствует интересам всех участников и уравнивает соотношение риска и вознаграждения.

Процесс структурирования сделки состоит из следующих ключевых элементов: участников, сроков, структуры капитала и условий сделки. Участниками сделки являются инициатор проекта и инвесторы. Если инвесторов несколько, то, как правило, выделяется ведущий инвестор. При структурировании сделки участники договариваются о сроках инвестиций и эксклюзивности путем заключения соответствующего соглашения. Ключевым элементом является структурирование капитала, в рамках которого участники сторон принимают решения о форме финансирования (долевая, гибридная, долговая) и объеме инвестиций в проект. Также важным является установление условий сделки, направленных на снижение рисков инвесторов и основателей (см. раздел «Защита инвестора»). Перечень документов, в которых фиксируются условия сделки, включает:

- **соглашение об основных условиях сделки (Term sheet)/инвестиционный меморандум (Investment Memorandum)/письмо-обязательство (Commitment Letter)/протокол о намерениях (Memorandum of understanding)** — документ, в котором отражаются основные договоренности сторон относительно правовых и финансовых параметров предстоящей инвестиционной сделки (может быть обязывающим или необязывающим к исполнению договоренностей);
- **соглашение о конфиденциальности (Non-disclosure agreement — NDA)/соглашение о раскрытии информации (Disclosure Letter)** — соглашение, в соответствии с которым принимающая сторона обязуется сохранять конфиденциальность информации, полученной от раскрывающей стороны;
- **соглашение о покупке акций (Stock/ Share Purchase Agreement)** — договор купли-продажи акций, по которому продавец обязуется передать, а покупатель — принять и оплатить акции;
- **учредительные документы (Certificate of Incorporation)** — пакет документов, который является юридической основой деятельности организации, определяет ее правовой статус (для ООО и АО это устав);
- **соглашение о правах инвесторов (Investors' Rights Agreement)** содержит различные положения, обеспечивающие защиту инвесторов, включая их права в отношении регистрации акций, участия в управлении компанией, получения информации, а также пропорционального участия в дальнейших инвестиционных циклах;
- **акционерное соглашение (Shareholder's agreement)** — корпоративный договор, в соответствии с которым участники ООО (акционеры) обязуются осуществлять корпоративные права или воздерживаться (отказываться) от их осуществления, в том числе голосовать установленным образом на общем собрании участников общества, согласованно осуществлять иные действия по управлению

обществом, приобретать или отчуждать доли в его уставном капитале (акции) по определенной цене или при наступлении обстоятельств, либо воздерживаться от отчуждения долей (акций) до наступления обстоятельств;

- **соглашение о порядке голосования (Voting Agreement)** подробно описывает права инвесторов в отношении назначения членов совета директоров;
- **соглашение о компенсации (Indemnification Agreement)** — соглашение о возмещении ущерба в случае сокрытия важной информации компанией.

Рисунок 10. Документы, подписываемые на различных этапах заключения сделки²⁷

Deal flow	Due Diligence	Структурирование	Управление
<ul style="list-style-type: none"> • Letter of Interest, Letter of Intent • Term sheet — Соглашение об основных условиях сделки <p>Другие вариации:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Инвестиционный меморандум • Письмо-обязательство • Протокол о намерениях 	<ul style="list-style-type: none"> • Non-disclosure agreement (NDA) — Соглашение о конфиденциальности • Disclosure Letter — Соглашение о раскрытии информации 	<ul style="list-style-type: none"> • Соглашение о покупке акций (SPA) (в РФ — договор купли-продажи) • Учредительные документы (в РФ — устав, учредительный договор) • Соглашение о правах инвесторов • Акционерное соглашение (SHA) (в РФ — корпоративный договор) 	<ul style="list-style-type: none"> • Соглашение о порядке голосования • Соглашение об осуществлении управления компанией • Соглашение о компенсации

²⁷ Анализ «Делойта»

Альтернативные методы финансирования малого предпринимательства и инновационных компаний

Ключевым вопросом, решаемым в процессе структурирования сделки, является определение методов финансирования. Все методы можно разделить на три группы в зависимости от формы финансирования: доленое, гибридное и долговое. Для каждой формы финансирования характерны свои преимущества и недостатки (Таблица 5).

Долговое (заемное) финансирование предполагает предоставление компании денежных средств с последующим возвратом всей суммы с процентами или без (ГК РФ, Статья 809. Проценты по договору займа)²⁸. Обычно заемные инструменты предоставляют компаниям в трех случаях: если компания генерирует выручку, если основатели компании предоставляют гарантии и поручительство под заем, а также совместно с применением долевого финансирования.

На ранних стадиях жизненного цикла инновационные компании не генерируют положительные денежные потоки, поэтому, как правило, не способны выполнять долговые обязательства. Таким образом, основной формой финансирования является собственный капитал. Однако молодые компании могут привлечь заемный капитал, если, например, в скором времени планируют выход на точку безубыточности или привлечение нового раунда финансирования.

Преимущества использования инструментов долгового финансирования для компаний, находящихся на поздних стадиях жизненного цикла, обусловлены отсутствием риска размытия в связи с тем, что использование заемного финансирования не влияет на права и привилегии акционеров портфельной компании (в особенности на держателей привилегированных акций).

В рамках долговой формы финансирования выделяются следующие инструменты:

- **Венчурный заем (*Venture debt*)** — тип долгового финансирования, предоставляемый венчурным компаниям специализированными банками или венчурными фондами, как правило, на покрытие капитальных расходов (например, приобретение оборудования). Некоторые компании используют венчурный заем перед привлечением следующего раунда финансирования для достижения плановых показателей. Венчурный заем может предоставляться на условиях возврата всей суммы с процентами или без процентов (в таком случае заем может включать варрант). Обычно венчурный заем применяется на поздних стадиях жизненного цикла компании (начиная с «раннего роста»).
- **Вексель (*Bill/Note*)** — письменное обязательство уплатить инвестору определенную сумму денег в определенный срок. Предполагает более низкие ставки и не требует предоставления обеспечения.
- **Бридж-заем (*Bridge loan*)** — тип долгового финансирования, предоставляемый венчурным компаниям в случае, когда инвестиции, полученные ими на предыдущем раунде финансирования, израсходованы, и ожидается привлечение инвестиций на следующем раунде. Как правило, компании получают бридж-займы от уже сложившегося синдиката инвесторов, которые финансировали компанию на предыдущих этапах. Обычно бридж-займы выдаются в виде векселей. После

²⁸ Материалы сайта garant.ru

получения инвестиций следующего раунда компания должна оплатить и погасить данные векселя.

Практические советы

Одним из способов защиты от рисков невозврата займа являются **банковские гарантии от основателя (*bank guarantees*)**. Варианты личной гарантии также могут обсуждаться. Механизм может применяться на ранних стадиях, когда у компании отсутствует материальная база под обеспечение данного займа. Существует [реестр банковских гарантий](#), позволяющий максимально быстро определить подлинность документов, предоставляемых компанией. Также в качестве обеспечения применяется поручительство (в том числе солидарное) и залог (например, недвижимость и транспортные средства). В случае смерти поручителя его наследники, при условии принятия ими наследства, солидарно отвечают перед кредитором другого лица за исполнение последним его обязательств полностью или частично. Каждый из наследников отвечает в пределах стоимости перешедшего к нему по праву наследования обязательств²⁹.

При долевым финансировании инвестор вкладывает средства в компанию в обмен на пакет акций или определенную долю в уставном капитале. Поскольку венчурные инвесторы, как правило, не заинтересованы в получении дивидендов, то доход инвестора в основном зависит от успешного развития компании. Если инновационная компания зарегистрирована в форме акционерного общества, то пакет акций инвестора может содержать обыкновенные и привилегированные акции.

- **Обыкновенные акции (*Common stock*)** предоставляют право голоса, но в случае ликвидации интересы держателей обыкновенных акций будут удовлетворены в последнюю очередь.
- **Привилегированные акции (*Preferred stock*)** предоставляют своим владельцам ряд прав и гарантий (в зависимости от типа), необходимых для защиты инвесторов в случае высокорискованных инвестиций. К основным привилегиям относятся преимущественные права на доход при ликвидации и получение фиксированных дивидендов. Основным видом привилегированных акций, которыми структурируют сделки венчурные инвесторы, являются конвертируемые привилегированные акции. Держатели таких акций могут конвертировать их в обыкновенные акции, если это обеспечит большую выгоду. При конвертации венчурный инвестор теряет все права и привилегии, связанные с привилегированными акциями.

Конкретные права и ограничения привилегированных акций устанавливаются в национальном законодательстве, уставных документах компании, а в ряде стран (например, в США в штате Делавэр) прямо прописываются в акционерном соглашении. До недавнего времени в российском праве акции разных серий должны были обладать одинаковыми правами. В настоящее время в российском и в английском праве акциям категорий А и В можно присваивать различные права. Например, в Великобритании основателям предоставляют обыкновенные акции, а инвесторам — привилегированные акции серии А, инвесторам следующего раунда — акции серии В. Данный подход

²⁹ Статьи 367, 418, 1112, 1175 ГК РФ

позволяет снизить риски инвесторов, связанные с размытием их доли, а также обеспечивать более высокую доходность инвесторов ранних раундов.

При использовании долевого финансирования проекта инвестор несет гораздо бóльшие риски (риск невозврата средств с учетом отсутствия обеспечения; риск ликвидности из-за невозможности реализовать в короткие сроки имущество при ликвидации компании; риск размытия долей участия прежних акционеров в уставном капитале и уменьшения их доходов; риски, связанные с управленческим составом компании), чем при другом виде финансирования, поэтому и требуемая доходность инвестора в данном случае значительно выше.

Приобретая долю в капитале компании, инвестор обеспечивает себе ряд прав, позволяющих ему участвовать в развитии компании, принимать решения, контролировать направления использования привлеченных средств (зависит от условий, прописанных в инвестиционном договоре и других документах, подписываемых при заключении сделки).

Привилегированные акции обладают двумя ключевыми привилегиями:

1. **Ликвидационная привилегия (*Liquidation preference*)** предоставляет держателю акций право получить определенную сумму до того, как будут сделаны какие-либо выплаты в пользу держателей обыкновенных акций.

Под ликвидацией в венчурном финансировании понимается широкий перечень транзакций: слияние, продажа акций или активов компании, любая другая сделка или серия сделок, в результате которых те, кто до сделки являлись держателями основной части акций, теряют большинство голосов. Таким образом, в венчурном финансировании ликвидация компании может произойти как при ее полном банкротстве, так и в результате успешной деятельности. Обычно ликвидационная привилегия определяется как коэффициент, на который умножается размер первоначальных инвестиций. Например, «двукратная ликвидационная привилегия» означает, что при ликвидации компании инвестор имеет право на первоочередное получение суммы, превышающей размер инвестиций в два раза. После уплаты ликвидационной привилегии оставшиеся от продажи компании средства распределяются среди держателей обыкновенных акций на пропорциональной основе. Более 98% всех инвестиционных контрактов включают ликвидационную привилегию венчурных капиталистов, предполагающую, что за каждую привилегированную акцию они могут получить определенную сумму, которая, как правило, равна сумме первоначального взноса. Более 83% финансируемых компаний дают венчурным капиталистам право участвовать в распределении вырученных при ликвидации компании средств (право на участие — *participating right*), которые остаются после выплаты ликвидационных привилегий³⁰.

2. **Конвертация в обыкновенные акции (*Conversion of convertible preferred stocks*)**. Уставом общества может быть предусмотрена конвертация привилегированных акций определенного типа в обыкновенные по требованию акционеров в установленный срок. Для этого должны быть определены следующие параметры: порядок конвертации акций, в том числе количество, категория акций, в которые они конвертируются, и иные условия конвертации³¹.

³⁰ Материалы сайта rus-israel.ru

³¹ Статья 32 Федерального закона «Об акционерных обществах» от 26.12.1995 № 208-ФЗ

Таблица 3. Анализ ценных бумаг при структурировании инвестиционной сделки³²

Ценные бумаги	Ликвидационная привилегия	Конвертация в обыкновенные акции	Специфика
Обыкновенные акции	Нет	Нет	Больше подходят для стратегических инвесторов (дают право голоса на общем собрании акционеров), основателей. Применяются в сочетании с привилегированными акциями.
Привилегированные акции:			
С обязательным выкупом	Предусмотрена, непреимущество погашение	Не предусмотрена	По аналогии с субординированным долгом, но с согласованным условием. Обязательства по выкупу связаны со снижением стоимости компании.
Конвертируемые	Предусмотрена	Предусмотрена	Наиболее распространенный вид акций для венчурного финансирования.
Конвертируемые с правом участия	Предусмотрена	Автоматическая конвертация при выходе на IPO	Устанавливается нижняя граница дивиденда, который компания обязуется выплачивать регулярно, оговариваются условия выплаты дополнительных дивидендов. В качестве таких условий может быть предусмотрено, что если дивиденд по обыкновенным акциям выше, чем по привилегированным, то по последним выплачивается дополнительный дивиденд, для того чтобы общая сумма дивидендных выплат соответствовала уровню дивиденда по обыкновенным акциям.
С модифицированным ликвидационным преимуществом	Предусмотрена, преимущественное погашение суммы долга, умноженной на коэффициент	Предусмотрена	При риске низкой стоимости выхода и не благоприятных рыночных условиях.

В мировой практике применяются различные подходы к формированию структуры капитала, наиболее распространенными являются:

1. Использование только обыкновенных акций для всех категорий инвесторов.
2. Использование привилегированных конвертируемых акций для институциональных и венчурных инвесторов, а для основателей компании — обыкновенных акций.
3. Сочетание обыкновенных акций и привилегированных неконвертируемых акций.

Первые два подхода традиционно являются наиболее распространенными. Третий подход в последнее время приобретает популярность и успешно используется несколькими крупными венчурными фондами. Популярность третьего подхода объясняется более высоким уровнем дохода при продаже компании по сравнению с первым и вторым подходами. Также важным преимуществом является совмещение интересов инвестора и руководства компании (обе стороны заинтересованы в максимизации стоимости компании). Тот факт, что инвесторы также владеют привилегированными неконвертируемыми акциями, влияет на их поведение: в случае возникновения конфликта интересов между обыкновенными и привилегированными акциями (что обычно происходит, когда компания испытывает финансовые трудности) инвесторы не склонны противопоставлять свои интересы интересам руководства компании.

³²Анализ «Делойта»

Гибридные инструменты включают в себя: конвертируемый вексель, мезонинное финансирование, заем «с участием в прибыли», субординированный заем, вариант.

Ключевым преимуществом гибридных инструментов является возможность инвестора одновременно получить свою долю в прибыли и защитить свои интересы в случае банкротства.

- Один из самых популярных инструментов — это **конвертируемый вексель (*Convertible note*)** — долговая ценная бумага, владелец которой имеет право конвертировать ее в долю собственности с заранее установленным коэффициентом пересчета через определенный промежуток времени. Этот инструмент применяется на ранних стадиях жизненного цикла компании, что позволяет отложить трудозатратную оценку стоимости компании на более поздний период. Для компенсации рисков раннего инвестора используются следующие условия:
 - **Дата погашения (*Maturity Date*)** — количество месяцев, в течение которых должен наступить решающий момент для компании. В 95% случаев это следующий крупный раунд. *Maturity Date* чаще всего устанавливаются в 18 месяцев, гораздо реже — 12 или 24 месяца. Иногда существуют дополнительные условия, которые разрешают продлить вексель еще на несколько месяцев при согласии обеих сторон.
 - **Предел оценки (*Valuation Cap*)** устанавливает максимальную оценку, по которой инвестиции, произведенные при помощи векселя, могут конвертироваться в акции.
 - **Скидка (*Discount*)** — скидка на стоимость акций по отношению к цене для нового инвестора в новом раунде. Размер скидки варьируется от 0% до 35%, а наиболее распространенное значение — 20%.
- **Субординированный заем (*Subordinated debt*)** — может быть в виде кредита или облигационного займа, удовлетворяющих нескольким условиям: во-первых, срок предоставления — не менее пяти лет; во-вторых, кредит и даже его часть нельзя вернуть досрочно (если это облигации, то досрочно погасить выпуск) без согласования с ЦБ. Также нельзя без согласия регулятора расторгнуть или внести изменения в кредитный договор. В случае банкротства организации, получившей субординированный заем, требования по кредиту или облигациям удовлетворяются в последнюю очередь³³.
- **Заем «с участием в прибыли» (*Profit participating loan*)** гарантирует инвестору возврат части вложенных средств. Кроме того, инвестору выплачивается процент за пользование деньгами, а также начисляется дополнительное вознаграждение, выраженное в доле от прибыли. Данный инструмент применяется инвестором в случае, когда продукт компании совпадает с рыночным трендом и в краткосрочной перспективе прогнозируется получение сверхприбыли. При этом в долгосрочной перспективе продукт не будет являться прорывным. Поэтому инвестор заинтересован в получении краткосрочного дохода.
- **«Тихое участие» инвестора (*Silent participation*)** — инвестиции частного лица, чье участие в партнерстве ограничивается предоставлением капитала. Такой инвестор обычно не участвует в операционной деятельности и в совещаниях по вопросам управления. Его также называют инвестором с ограниченной

³³ Материалы сайта banki.ru

ответственностью, поскольку он несет риски, ограниченные суммой вложенного капитала.

- **Варрант (Warrant)** — опцион, предоставляющий своему владельцу право купить определенное количество акций компании по установленной цене. Цена исполнения варранта на 10–30% выше рыночной цены акции в момент выпуска опциона.
- **Мезонинное финансирование (Mezzanine loan)** — относительно крупный кредит, как правило, необеспеченный (т. е. предоставляемый без залога имущества) или имеющий глубоко субординированную структуру обеспечения.

Мезонинное финансирование занимает среднюю позицию между банковским кредитом и прямыми инвестициями в компанию. Недостаток обеспечения или консервативная оценка денежных потоков банком не позволяют рассчитывать на получение кредита, в то время как привлечение фонда прямых инвестиций уже стало нецелесообразным для самих предпринимателей-заемщиков. Поскольку мезонинный долг, в отличие от прямых инвестиций, имеет обеспечение, но более слабое, чем у банковского кредита, требуемая доходность у мезонинного инвестора существенно ниже, чем при вложении фонда прямых инвестиций, но выше, чем у банков.

Как правило, мезонинное финансирование представляет собой сочетание нескольких финансовых инструментов с разными уровнями риска и доходности, например, таких как, субординированный долг, заем «с участием в прибыли», варранты на акции компании. В таблице ниже представлено сравнение по ключевым показателям трех источников финансирования в России: банковского кредита, мезонинного финансирования и прямых инвестиций (Таблица 4).

Таблица 4. Сравнение мезонинного финансирования с банковским кредитом и прямыми инвестициями³⁴

Параметр	Банковский кредит	Мезонинное финансирование	Прямые инвестиции
Текущая ставка, %	12–17	14–16	-
Целевая доходность, %	12–17	20–25	30–50
Обеспечение	Активы с дисконтом 30–40%	Акции компании Активы по оценке без дисконта (в некоторых случаях)	Нет
Участие в деятельности	Косвенное	Косвенное	Прямое
База принятия инвестиционного решения	Способность обслуживать долг	Способность обслуживать долг, перспективы роста	Очевидные перспективы роста
Стратегия выхода	Погашение кредита	Исполнение опционов пут (<i>put</i>)/колл (<i>call</i>) и исполнение договора репо	Стратегический или финансовый инвестор, IPO

Мезонинное финансирование широко используется на разных стадиях развития компании, начиная со стадии «стартап» (если в ближайшем будущем прогнозируется получение выручки компанией) и заканчивая стадией расширения бизнеса. В некоторых случаях компании используют мезонинное финансирование перед IPO. При использовании мезонинного финансирования на ранних стадиях жизненного цикла инвестор ожидает

³⁴ Материалы сайта hicapital.ru

получить в будущем наиболее высокий уровень дохода (аналогично венчурному финансированию).

Привлечение мезонинного финансирования позволяет снизить издержки капитала и повысить рентабельность собственного капитала компании.

США

В настоящее время инвесторами мезонинного финансирования в США являются пенсионные фонды, хедж-фонды, страховые компании, паевые инвестиционные фонды, нефинансовые компании, а также банки. Основными участниками данного рынка являются страховые компании, пенсионные фонды и фонды целевого назначения. Мезонинное финансирование часто используют компании, не имеющие достаточного доступа к капиталу по причине высокой долговой нагрузки или из-за рыночных условий. Также данный инструмент применяют в том случае, когда акционеры компании не хотят размывать собственные доли участия. В связи с тем, что при мезонинных инвестициях используется стратегия «купить и держать» (buy-and-hold), этот продукт продают инвесторам только при частном размещении – он не имеет широкого спроса.

Европа

В Европе с мезонинным капиталом в основном работают банки и независимые специализированные «инвестиционные бутики». Мезонинное финансирование предоставляется компаниям тремя способами: предоставлением не прямых инвестиций через фонды, финансированием напрямую через государственные структуры, финансированием государством частных инвестиционных компаний на привлекательных условиях (американская модель). На кредитном рынке Европы мезонинное финансирование было наиболее востребовано в кризисные 2008–2009 годы.

Россия

Первый фонд мезонинного финансирования в России — VOLGA RIVER CREDIT OPPORTUNITY — появился в 2009 году благодаря компании New Russia Growth. Его инвесторами стали частные и государственные институты, в том числе банки ЕБРР и «Номос-Банк». За время работы с NRG фонд осуществил структурное финансирование с получением доли в капитале одной из крупнейших сетей автодилерских центров Genser и крупнейшей российской сети гипермаркетов игрушек Grand-toys Group. Обе сделки были успешно завершены в 2011 году. В настоящее время известен еще один фонд, занимающийся мезонинным финансированием, — Hi Capital. Он участвует в финансировании разных видов сделок (сделки по масштабированию бизнеса, проектное финансирование, сделки по покупке бизнеса с кредитным плечом (LBO), в т. ч. при выкупе бизнеса операционным руководством (MBO)) и предлагает достаточно гибкие условия. Срок погашения долга составляет 5–7 лет, предоставляется длительная отсрочка погашения тела долга. Средний размер сделки фонда — от 25 до 59 млн долл. В 2013 году в результате отделения части бизнеса был создан Фонд мезонинного финансирования (ФМФ).

В процессе исследования условий предоставления мезонинного финансирования были рассмотрены программы различных агентств стран Европейского союза, Канады, Великобритании и США. Проведенный анализ позволил сделать вывод, что срок мезонинного кредита в среднем составляет семь лет. Целевой группой являются компании среднего и малого бизнеса, за исключением компаний Бельгии, Германии и Великобритании. В этих странах существуют программы по предоставлению мезонинного финансирования для бизнеса, находящегося на начальных этапах развития. При использовании мезонинного финансирования, которое может быть выделено компаниям через специальные фонды или банки, инвесторы практически не участвуют в операционной деятельности. Исключения составляют агентства Бельгии, Эстонии, Франции и Великобритании³⁵.

Мезонинное финансирование подходит также для малых и средних компаний, которые генерируют положительный денежный поток, но не подходят под условия банковского кредитования.

Таблица 5. Преимущества и недостатки форм финансирования для инвестора³⁶

Форма финансирования	Преимущества	Недостатки
Долговая	<ul style="list-style-type: none"> стабильная доходность через процентные платежи и выплаты вне зависимости от прибыльности стартапа; получение гарантий финансовой устойчивости через залог или поручительство. 	<ul style="list-style-type: none"> низкая доходность; отсутствие возможности влиять на принятие стратегических и операционных решений.
Гибридная	<ul style="list-style-type: none"> ответственность ограничена в рамках активов компании; в случае успешности компании получение достаточно высокой доходности, а в случае банкротства — защита интересов; право голоса в совете директоров компании; возможность мониторинга использования денежных средств и развития компании. 	<ul style="list-style-type: none"> доходность ниже, чем при долевым финансировании; прибыль инвестора зависит от успехов компании, доходность достаточно сложно предсказать; нет оперативного получения доходов.
Долевая	<ul style="list-style-type: none"> получение высокой доходности в случае успешности компании; право голоса в совете директоров компании; возможность мониторинга использования денежных средств и развития компании. 	<ul style="list-style-type: none"> прибыль инвестора зависит от успехов компании, доходность достаточно сложно предсказать; при банкротстве компании инвестор сможет получить свои деньги обратно только после расчетов со всеми кредиторами; отсутствует возможность оперативного получения доходов.

Для каждой формы финансирования характерен свой уровень риска и доходности (Таблица 6).

Таблица 6. Классификация методов финансирования по степени риска и доходности³⁷

Степень риска/ доходности	Форма финансирования	Методы финансирования
Низкий риск/ низкая доходность	Долговая	Вексель Венчурный заем Бридж-заем

³⁵ Ованесова Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России// Управленческий учет и финансы 04(44)2015

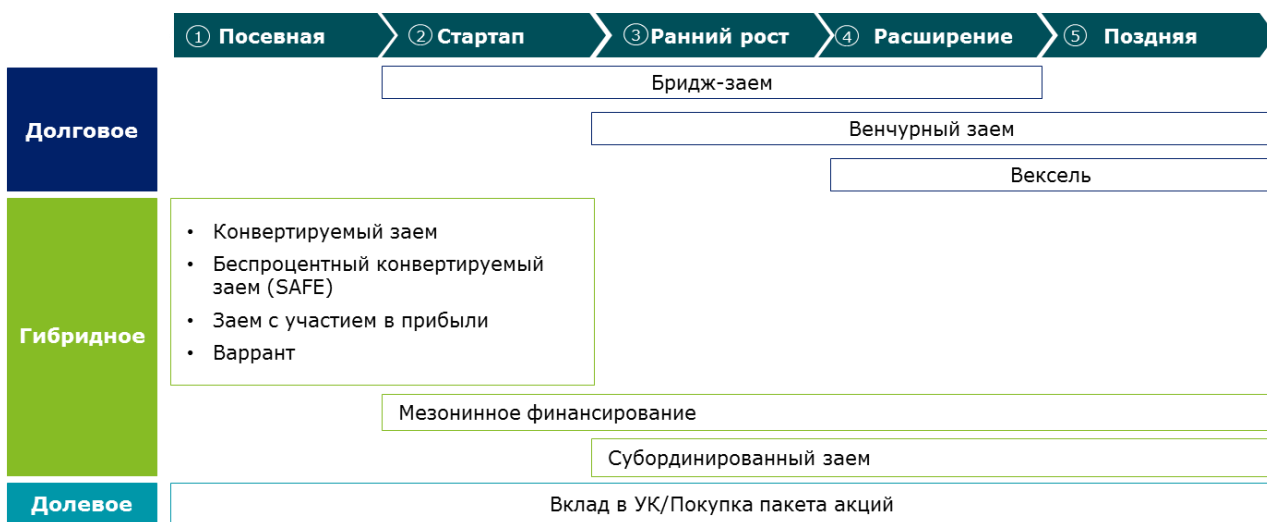
³⁶ Анализ «Делойта»

³⁷ Анализ «Делойта»

Степень риска/ доходности	Форма финансирования	Методы финансирования
Средний риск/ средняя доходность	Гибридная	Заем «с участием в прибыли» Субординированный заем Мезонинное финансирование Конвертируемый заем Варрант
Высокий риск/ высокая доходность	Долевая	Обыкновенные акции Привилегированные акции Вклад в УК

Таким образом, на каждой стадии жизненного цикла компании применяются различные методы финансирования в зависимости от ее потребностей и возможностей (Рисунок 11).

Рисунок 11. Распределение финансовых инструментов по стадиям жизненного цикла³⁸



В **России** наиболее часто используют доленое финансирование и конвертируемые векселя. Венчурный заем применяется преимущественно на более поздних раундах, когда у компании прогнозируется положительный денежный поток³⁹. Применение конвертируемых векселей на ранних стадиях жизненного цикла компании позволяет снизить риски инвестора, но при этом на следующих этапах приобрести долю в капитале компании. Венчурные займы используют, как правило, для финансирования целевых направлений использования средств. При этом, как отмечают российские фонды, невозврат по венчурным займам значительно снижает показатели эффективности фонда, чем невозврат по конвертируемым векселям или по доленому финансированию.

В **США** практически все инвестиции на посевной стадии осуществляются с использованием конвертируемого займа. На более поздних стадиях жизненного цикла применяется доленое финансирование, т.е. приобретение доли в капитале компании. В случае высокой капиталоемкости компании инвестором выдается венчурный заем (неконвертируемый заем) в раундах В и С. Если у компании возникают финансовые трудности, то возможно использование варрантов.

³⁸ Анализ «Делойта»

³⁹ Данные интервью с представителями российских венчурных фондов

Израильский фонд в первом раунде обычно покупает долю компании путем приобретения привилегированных акций, в последующих раундах возможны другие инструменты финансирования. В случае, когда инвестиции, полученные портфельной компанией в предыдущем раунде финансирования, израсходованы и ожидается привлечение инвестиций в следующем раунде, используется бридж-заем.

В **Сингапуре** фонды применяют в основном долевою форму финансирования⁴⁰.

⁴⁰ Материалы сайта rb.ru

Защита инвестора

Соглашения между инвесторами и компанией необходимы для установления взаимных прав и обязательств между всеми участниками инвестиционной сделки. Как правило, инвестор становится миноритарным акционером компании и не может в полной мере участвовать в управлении. Отсутствие инструментов контроля делает актуальным использование иных способов защиты интересов инвестора.

В международной практике инвесторы применяют стандартный набор оговорок. Взаимосвязь рисков инвестора и используемых механизмов их снижения представлена ниже на Рисунке 12. Данный перечень является стандартным в мировой практике, однако все эти механизмы могут быть реализованы и в российском праве. Часть рисков, которые несет инвестор в рамках сделки, в Российской Федерации нивелирует законодательство. Например, Федеральный закон от 08 февраля 1998 года № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» предусматривает единогласное принятие решений, касающихся реорганизации и изменения размера уставного капитала; Федеральный закон от 26 декабря 1995 года № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» предусматривает право владельца обыкновенных акций участвовать в общем собрании и голосовать на нем по вопросам повестки дня, а также право на получение информации.

Рисунок 12. Риски инвестора в сделке и механизмы защиты⁴¹

Риски инвестора	Механизмы защиты, используемые в мировой практике	Из них в РФ применяются на уровне:	
		Закона	Договора
Завышенная оценка стоимости компании	<ul style="list-style-type: none"> Механизм последующей переоценки бизнеса – при отклонении от заранее установленных КПЭ корректируются доли инвесторов и основателей Representations and warranties, indemnity – гарантии и заверения 		<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
Конфликт интересов в процессе управления	<ul style="list-style-type: none"> Процесс выбора совета директоров Reserved matters – право «вето» инвестора при решении определенных вопросов Право на получение информации 	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
Размытие доли	<ul style="list-style-type: none"> Anti-dilution protection – защита инвестора от размытия доли в следующем раунде, проводимом по меньшей предынвестиционной оценке (down round) 	<input checked="" type="checkbox"/> для ООО	<input checked="" type="checkbox"/> для АО
Последующие раунды финансирования	<ul style="list-style-type: none"> Pre-emptive rights – преимущественное право покупки инвестором размещаемых акций Предварительные условия финансирования Условия присоединения новых участников к условиям SHA 	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
Проблемы при выходе	<ul style="list-style-type: none"> Преимущественные права при ликвидации: фактическое преимущественное право; участие в ликвидационной массе Drag-along – соглашение о совместной продаже акций Tag-along right (право присоединения к продаже) – защита инвестора от недружественного поглощения 		<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>
Смена состава участников компании	<ul style="list-style-type: none"> Вестинг Right of first refusal – преимущественное право покупки Right of first offer – право первого предложения Lock-up period – период неотчуждений акций 	<input checked="" type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/>

⁴¹ Анализ «Делойта»

Ключевые условия, защищающие интересы инвестора

Warranty, representation and indemnity — гарантии и заверения

Под гарантией или заверением понимается заявление основателя о достоверности определенного факта, имеющего отношение к объекту инвестирования (финансовое состояние объекта инвестирования, права на ключевые активы и т. д.).

Целью использования гарантий является перераспределение рисков переоценки объекта инвестирования от инвестора к основателю, которое возникает в случаях, когда после закрытия сделки обнаружены обстоятельства, выявление которых на стадии переговоров могло бы стать причиной корректировки оценки компании. В случае если гарантия оказывается недостоверной (т. е. после закрытия сделки было обнаружено обстоятельство, влияющее на стоимость объекта инвестирования: например, наличие у компании недоимки по налогам), инвестор вправе взыскать с основателя убытки, вызванные нарушением гарантии.

В английском праве под *representation* понимается устное или письменное заверение о факте, сделанное одним лицом, в результате которого и полагаясь на которое другое лицо совершило сделку.

В Великобритании правовое регулирование предоставления ложных заверений (*misrepresentation*) основано на законодательстве (главным образом, Законе о предоставлении недостоверных сведений от 1967 года) и общем праве.

Гарантия (*warranty*) представляет собой договорное условие о достоверности определенного заявления. В случае нарушения гарантии (*warranty*) покупатель вправе предъявить иск в связи с нарушением договора.

Одно и то же утверждение о факте может быть признано как *representation*, так и *warranty* — ключевым различием между данными институтами выступает степень, в которой покупатель полагался на данное утверждение при заключении сделки. В качестве примера *representation* можно привести заверение продавца о том, что компания владеет всеми правами на основной актив и такой актив не обременен правами третьих лиц. Типичной гарантией со стороны продавца является гарантия того, что компания не имеет задолженности по уплате налогов.

Indemnity в английском праве можно определить как обязательство основателя возместить заранее определенную сумму финансовых потерь, которые возникнут или могут возникнуть в результате нарушения определенной гарантии или в случае наступления определенного обстоятельства. Основным достоинством *indemnity* является отсутствие у инвестора необходимости доказывать размер причиненных убытков, в отличие от случаев нарушения *representation* и *warranties*.

Indemnity могут предоставляться не только в отношении гарантий, но и когда наличие определенного негативного фактора уже выявлено по результатам проведения *due diligence*. К примеру, *due diligence* позволил выявить налоговые риски. В целях перераспределения указанных рисков стороны вправе предусмотреть обязательство основателей по возмещению потерь, которые могут возникнуть в результате привлечения компании — объекта инвестирования к налоговой ответственности.

Необходимо отметить, что размер indemnity может быть как ограничен определенной суммой, так и быть равным или превышать сумму инвестиций.

Ниже в таблице приведено сравнение representation, warranty и indemnity в английском праве.

Таблица 7. Сравнение Warranty, representation и indemnity в английском праве⁴²

Вид	Описания	Последствие нарушения
Warranty	Гарантия (warranty) представляет собой заявление о факте и является условием договора	Взыскание убытков по стандартным правилам, применимым к убыткам в английском праве
Representation	Representation — устное или письменное заверение о факте, полагаясь на которое другое лицо совершило сделку	От расторжения договора до взыскания убытков
Indemnity	Представляет собой обязательство компенсировать все потери, вызванные наступлением определенных обстоятельств по принципу «рубль в рубль» (размер выплаты может быть ограничен, теоретически он может быть равен сумме инвестиций)	Компенсация потерь «рубль в рубль» или возмещение потерь в заранее определенном размере

В российском гражданском законодательстве существует аналог указанных выше инструментов в виде заверений об обстоятельствах (статья 431.2 ГК РФ). При этом в российском праве отсутствует деление на *representation* и *warranties*.

Аналогом *indemnity* в российском праве является обязательство по возмещению потерь (статья 406.1 ГК РФ). Ответственность за наступление события, в отношении которого предоставлено *indemnity*, также может быть установлена по принципу «рубль в рубль». К примеру, стороны инвестиционной сделки могут договориться о том, что основатели, в случае предъявления налоговыми органами претензий за период, в котором компания была подконтрольна основателям, обязуются возместить проектной компании все возникшие потери по принципу «рубль в рубль». Так, при наложении санкций налоговым органом в размере X рублей у основателей возникнет обязательство по выплате X рублей в пользу проектной компании.

Управление и права на получение информации

Миноритарные инвесторы, как правило, имеют право, закрепленное в документах по сделке, назначить одного или нескольких представителей в совет директоров компании. Данная мера позволяет миноритарным акционерам иметь доступ ко всей информации, предоставленной совету директоров, а также иметь представительство на заседаниях совета.

Кроме того, в документах по сделке обычно предусмотрено условие о получении инвестором (в том числе миноритарным) дополнительной информации, в том числе:

- ежемесячного информационного пакета, содержащего прогнозы потока денежных средств и фактических изменений в бизнес-плане и/или бюджете;
- ежемесячного счета управленческого учета;

⁴² Анализ «Делойта»

- ежегодных отчетов в течение 3–4 месяцев после окончания финансового года;
- любой финансовой информации, предоставленной третьими лицами (например, обслуживающим банком);
- права своевременно рассматривать и утверждать годовой бюджет и/или бизнес-план.

Anti-dilution protection

Защита инвестора от размытия доли в рамках следующего раунда, проводимого по меньшей прединвестиционной оценке (*down round*), в российском праве предусмотрена законодательством в отношении обществ с ограниченной ответственностью. В отношении акционерных обществ защитные положения включаются в документы по сделке.

Закон Великобритании о компаниях 2006 года (*The Companies Act 2006*) содержит аналогичные положения, защищающие долю инвестора от размытия (которые могут быть в некоторых случаях исключены из устава Общества решением 75% акционеров компании). Однако лучшей практикой является включение собственных или дополнение существующих законодательных положений по защите прав инвесторов в документах по сделке.

Несмотря на то что в английском праве миноритарный инвестор, как правило, не может требовать обязательного утверждения им дальнейших раундов инвестиций, он может включать в документы по сделке определенные ограничения и условия по проведению последующих раундов инвестиций. Стандартное положение *anti-dilution* инвестиционного соглашения предусматривает, что новый раунд по более низкой оценке не может произойти без возможности миноритарного акционера к нему присоединиться, чтобы поддержать свою долю владения по цене нового раунда.

Инвестор может быть согласен на определенные исключения — ситуации, которые не будут подпадать под действие положений *anti-dilution*. Наиболее распространенными исключениями являются:

- предоставление опционов на акции работникам в рамках программ мотивации, которые были одобрены инвестором (в том числе миноритарным);
- акции, выпущенные в связи с финансовой арендой, банковскими займами и другими формами финансирования в пределах согласованной суммы;
- выпуск акций с предварительного согласия миноритарных инвесторов и выпуски акций, предусмотренные в первоначальном инвестиционном соглашении.

Механизмами защиты инвестора от разводнения также являются:

- полное снижение цены (*full ratchet*);
- средневзвешенная цена (*weighed average ratchet*);
- условие «Плати и играй» (*pay to play*).

Полное снижение цены (*full ratchet*) является наиболее предпочтительной для инвестора формой защиты. Данный механизм предполагает, в случае проведения последующего раунда по более низкой оценке, получение инвестором дополнительных акций, как если бы раунд, в котором он инвестировал, проводился по оценке текущего раунда.

Условие о средневзвешенной цене (*weighed average ratchet*) является более распространенной формой защиты и предусматривает конвертацию предотвращающих разводнение капитала инструментов по средневзвешенной формуле. Средневзвешенная

цена, уплаченная за акцию в различных раундах финансирования, определяется принимая во внимание общий выпущенный акционерный капитал компании. Поскольку данный метод учитывает фактический эффект эмиссии новых акций, доля первоначального инвестора подвергается меньшей корректировке, что является более благоприятным для инвестора, присоединившегося в ходе текущего раунда.

Условие о средневзвешенной цене может быть универсальным (*broad-based*) или специальным (*narrow-based*). При универсальном условии учитывается эффект разводнения от выпуска новых акций, оказываемый на все выпущенные акции и все прочие ценные бумаги (опционы, варранты и других конвертируемые ценные бумаги), при специальном условии – только на акции определенной категории.

Существуют различные способы предоставления дополнительных акций инвестору, включая бонусные акции, выпускаемые в случае проведения раунда по пониженной оценке, или применение формулы при будущей конвертации акций, так что инвестор имеет в итоге справедливую долю за счет скорректированного количества акций.

Условие «плати и играй» (*Pay to play*) предусматривает потерю инвестором всех или некоторых прав, защищающих его от разводнения капитала, в случае если он не поддержит последующий раунд.

***Reserved matters* — право «вето» инвестора при решении определенных вопросов.**

Как правило, на уровне иностранной холдинговой компании функционируют общее собрание акционеров (*meeting of shareholders*) и совет директоров (*board of directors*). Совет директоров, обычно, формируется из представителей каждой из сторон инвестиционной сделки.

В российских компаниях на начальных стадиях развития состав органов управления в большинстве случаев узок и включает общее собрание акционеров или участников общества, а также генерального директора.

В случае двухуровневой структуры в российском обществе также может быть создан совет директоров. Решения по вопросам повестки дня на совете директоров или общем собрании участников компании обычно принимаются простым или квалифицированным большинством голосов.

В то же время в целях обеспечения контроля инвестор может оставить за собой право блокировать решения по ряду вопросов (*reserved matters*), например, по вопросам, касающимся:

- операций с уставным капиталом (увеличение, уменьшение);
- формирования органов управления компании;
- одобрения существенных сделок;
- утверждения бюджета.

Таким образом, на общем собрании участников или заседании совета директоров компании решение по вопросам, входящим в *reserved matters*, не может быть принято без согласия инвестора или директора, назначаемого инвестором, даже в случае, когда имеется кворум для принятия такого решения. В российском праве *reserved matters* частично предусмотрены корпоративным законодательством (посредством установления повышенных кворумов по ряду ключевых вопросов). Кроме того, в целях установления дополнительных гарантий для инвестора, *reserved matters* могут быть расширены путем

включения соответствующих условий как в устав общества, так и в корпоративный договор.

В соответствии с абзацем 2 пункта 1 статьи 66 ГК РФ объем правомочий участников хозяйственного общества определяется пропорционально их долям в уставном капитале общества. Иной объем правомочий участников непубличного хозяйственного общества может быть предусмотрен его уставом, а также корпоративным договором при условии внесения сведений о наличии такого договора и о предусмотренном им объеме правомочий участников общества в единый государственный реестр юридических лиц.

В соответствии со статьей 32 Федерального закона № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» применительно к непропорциональному распределению голосов соответствующие положения должны быть предусмотрены уставом общества при его учреждении или путем внесения в устав изменений по решению общего собрания участников общества, принятому ими единогласно. Изменение и исключение положений устава общества, устанавливающих такой порядок, осуществляется по решению общего собрания участников общества, также принятому ими единогласно.

***Preemptive rights* — преимущественное право покупки инвестором размещаемых акций**

Preemptive right — это преимущественное право приобретения акций компании в случае увеличения ее уставного капитала. Иными словами, если компания осуществляет дополнительный выпуск акций, то ее участники имеют право купить такие акции пропорционально размерам своих долей. Цель данного права заключается в защите участников компании от потенциального недружественного размытия долей.

В российских обществах с ограниченной ответственностью данное право отсутствует, поскольку защита интересов участника достигается через повышенный кворум (100% голосов) при принятии решения об увеличении уставного капитала за счет вклада третьего лица, принимаемого в общество (аналог дополнительной эмиссии акций в акционерных обществах).

Что касается акционерных обществ, то Федеральный закон № 208 «Об акционерных обществах» закрепляет за их акционерами преимущественное право приобретения размещаемых посредством открытой подписки дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории. Акционеры общества, голосовавшие «против» или не принимавшие участия в голосовании по вопросу о размещении посредством закрытой подписки акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, имеют преимущественное право приобретения дополнительных акций и эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в акции, размещаемых посредством закрытой подписки, в количестве, пропорциональном количеству принадлежащих им акций этой категории (типа).

Условия присоединения новых участников к условиям *SHA*⁴³ на уровне договора

В английском праве стороны *SHA*, как правило, устанавливают обязанность лица, отчуждающего акции, обеспечить присоединение приобретателя акций к условиям *SHA*

⁴³ Акционерное соглашение (shareholders agreement)

посредством подписания таким лицом специального документа — *deed of adherence* (акт присоединения).

В российском корпоративном договоре можно предусмотреть аналогичную обязанность. Однако использование инструмента *deed of adherence* невозможно, так как в силу императивных норм российского права стороны обязаны заключить корпоративный договор посредством подписания единого документа. Таким образом, присоединение приобретателя к условиям российского корпоративного договора может быть произведено только посредством подписания всеми сторонами соответствующего дополнительного соглашения.

Преимущественные права при ликвидации: фактическое преимущественное право

Liquidation preference предоставляет акционеру возможность осуществить возврат определенной в договоре суммы ранее остальных участников в следующих случаях:

- ликвидация компании;
- смена контроля (отчуждения более 50% долей), в том числе в рамках реорганизации;
- отчуждение всех или существенной части активов.

По английскому праву условия о *Liquidation preference*, как правило, включаются в *SHA*. Российское право также позволяет структурировать *Liquidation preference* посредством включения соответствующих положений в устав общества и корпоративный договор.

***Drag-along* и *tag-along* — условия продажи акций**

Drag-along right предоставляет своему обладателю право потребовать от другого участника общества произвести продажу принадлежащих ему акций (долей) совместно с ним. Реализация *drag-along right* осуществляется посредством направления участникам общества соответствующего уведомления с указанием цены покупки акций третьим лицом.

Drag-along right позволяет держателю крупного пакета акций компании получить дополнительную премию за контроль путем аккумуляирования большего количества акций. Обычно *drag-along right* предоставляется в пользу мажоритарного участника или инвестора независимо от размера принадлежащей ему доли.

Tag-along является зеркальной по отношению к *drag-along right* конструкцией и предоставляет своему владельцу право присоединиться к продаже акций, осуществляемой другим акционером. Если третье лицо отказывается приобретать дополнительные акции, то обладатель *tag-along right* может включить свой пакет акций в число акций, которые продаются другим участником, частично заменив акции такого участника своими.

Tag-along right обычно устанавливается в интересах миноритарного участника. Цель конструкции *tag-along right* заключается в том, чтобы обеспечить миноритарному участнику возможность разделить премию за контроль, которую получит мажоритарный участник при продаже своего пакета. Кроме того, *tag-along right* позволяет защитить миноритарного участника от недружественного нового мажоритарного участника.

В инвестиционных сделках *tag-along right*, как правило, предоставляется инвестору независимо от размера принадлежащей ему доли.

В российском праве *tag-along right* и *drag-along right* могут быть установлены сторонами в уставе или корпоративном договоре. В силу принципа свободы договора установление данных конструкций не противоречит положениям российского права.

Tag-along right, и в особенности *drag-along right*, достаточно трудно реализовать на практике. Основным барьером к реализации является невозможность учета всех вариантов возможного развития событий, особенно в связи с тем, что к ним обращаются в случаях, когда есть разногласие между акционерами. В частности, в Великобритании существует неопределенность в решениях суда, связанных с приведением в действие данных прав при определенных обстоятельствах. Несмотря на то что в теории считается правильным включать данные оговорки в инвестиционную документацию как основу для будущих переговоров, на практике инвесторы проявляют большую осторожность в обращении к ним.

***Right of first refusal/right of first offer/lock-up period* — защита инвестора от смены состава участников компании**

Механизмы *right of first refusal* и *right of first offer* преследуют цели обеспечения стабильности состава участников и защиты от недружественного поглощения в случае, если кто-либо из участников намерен выйти из компании посредством отчуждения своей доли третьему лицу.

В рамках *right of first refusal* участник, желающий продать долю или акции третьему лицу, обязан направить другим участникам компании предложение о приобретении своей доли или акций по определенной цене. Как правило, это цена предложения для третьего лица.

Другие участники могут реализовать свое преимущественное право покупки доли продающего участника по цене и на условиях, указанных в предложении продающего участника. Если другие участники не воспользовались *right of first refusal*, в этом случае продающий участник вправе произвести отчуждение доли в пользу третьего лица по цене и на условиях, которые были сообщены другим участникам компании, или по более высокой цене.

В рамках *right of first offer* участник перед продажей своей доли обязан уведомить об этом других участников компании, которые после получения такого уведомления вправе, но не обязаны, направить продающему участнику предложение о выкупе доли продающего участника. Продающий участник вправе на свое усмотрение продать свою долю либо участнику, предложившему наивысшую цену, либо третьему лицу по цене, которая должна быть не ниже высшей цены, предложенной участниками компании.

Российское корпоративное право предусматривает только *right of first refusal*, применение *right of first offer* им не предусмотрено. В случае нарушения преимущественного права покупки российское законодательство предоставляет потерпевшему участнику специальный способ защиты: перевод прав и обязанностей по сделке, заключенной в нарушение преимущественного права, с третьего лица на потерпевшего участника. Другими словами, стороной договора купли-продажи доли становится не третье лицо, а участник, чье преимущественное право покупки было нарушено.

Несмотря на то что российское право признает только один вид преимущественного права, стороны могут согласовать условие о *right of first offer* исходя из принципа свободы договора, включив соответствующие положения в корпоративный договор. При этом упомянутый выше специальный способ защиты прав в виде перевода прав и обязанностей

по сделке применяться не будет. Потерпевшая сторона сможет взыскать с нарушившего участника убытки или неустойку и в ряде ограниченных случаев признать соответствующую сделку недействительной. В соответствии со статьей 67.2 ГК РФ сделка, заключенная стороной корпоративного договора в нарушение этого договора, может быть признана судом недействительной по иску участника корпоративного договора только в случае, если другая сторона сделки знала или должна была знать об ограничениях, предусмотренных корпоративным договором. Необходимо отметить, что на текущий момент судебная практика по данному вопросу не сформировалась.

Установление периода *Lock up* означает наложение в отношении лица (как правило, основателя) запрета на продажу акций или долей в течение определенного срока. Данное условие по российскому праву может быть структурировано с использованием корпоративного договора.

Практика установления в документах по сделке планируемой оценки компании

Установление в документах по сделке планируемой оценки компании может иметь значение:

- для реализации механизма *anti-dilution protection* (в случае *down round*);
- при конвертации предоставленного инвестором займа (в случае если сделка была структурирована по модели конвертируемого займа).

Несмотря на теоретическую возможность, в международной практике планируемая прединвестиционная оценка компании для последующих раундов инвестирования не устанавливается. Это связано с высокой волатильностью рынка и невозможностью осуществления точного прогноза развития проекта. В Великобритании в документах по сделке в начальных раундах финансирования может определяться лишь подход к проведению оценки в последующих раундах.

Кроме указанных выше условий в документах по сделке представляется целесообразным зафиксировать условия проведения последующих раундов инвестиций, определить направления использования средств, степень влияния новых инвесторов, порядок оценки компании⁴⁴ и перечень внешних потенциальных инвесторов. Некоторые из данных вопросов невозможно урегулировать в первоначальном инвестиционном соглашении, однако в документах по сделке рекомендуется предусмотреть порядок решения данных вопросов: советом директоров с согласия миноритарных инвесторов; комитетом включая председателя совета директоров; представителем одного учредителя и одного инвестора, либо использовать иной механизм. Отсутствие заблаговременно определенного порядка решения подобных вопросов может привести к неоправданной задержке проведения следующего раунда инвестиций.

⁴⁴ Как правило, при участии независимого оценщика и после привлечения аудиторов

Участие инвестора в управлении

Приобретая долю в уставном капитале, инвестор получает возможность принимать участие в управлении компанией посредством формирования повестки дня и голосования на общем собрании участников, а также через представительство на заседаниях совета директоров. Активность участия инвестора в делах компании характеризуется его инвестиционной стратегией: как правило, неспециализированные финансовые инвесторы принимают минимальное участие в управлении компанией.

Присутствие или представительство инвестора в совете директоров может оказать положительное влияние на деятельность компании в силу накопленного им опыта ведения бизнеса. Однако стоит учитывать тот факт, что в таком случае возможен конфликт интересов собственников и руководства. В такой ситуации некоторые инвесторы предпочитают направлять на заседания совета директоров наблюдателей.

Степень участия инвестора в управлении компанией определяется наличием и величиной его доли в компании (является инвестор миноритарным или мажоритарным).

Порядок голосования за кандидатов в совет директоров зависит от подхода, определяемого в Уставе и Положении о совете директоров. Наиболее распространенными подходами являются некумулятивное голосование (принцип «один голос за одного директора») или кумулятивное голосование (распределение голосов в соответствии с долей собственности).

Совет директоров на всех стадиях жизненного цикла инновационных компаний решает следующие задачи:

- формирование стратегии и менторство;
- осуществление мониторинга деятельности компании и статуса выполнения КПЭ и бизнес-плана;
- осуществление контроля финансовой и управленческой отчетности.

Управление и участие инвестора в развитии проекта может быть:

- формальным — присутствие на совете директоров и участие в принятии решений;
- неформальным — общение с командой и руководством, интенсивность которого меняется на протяжении развития компании.

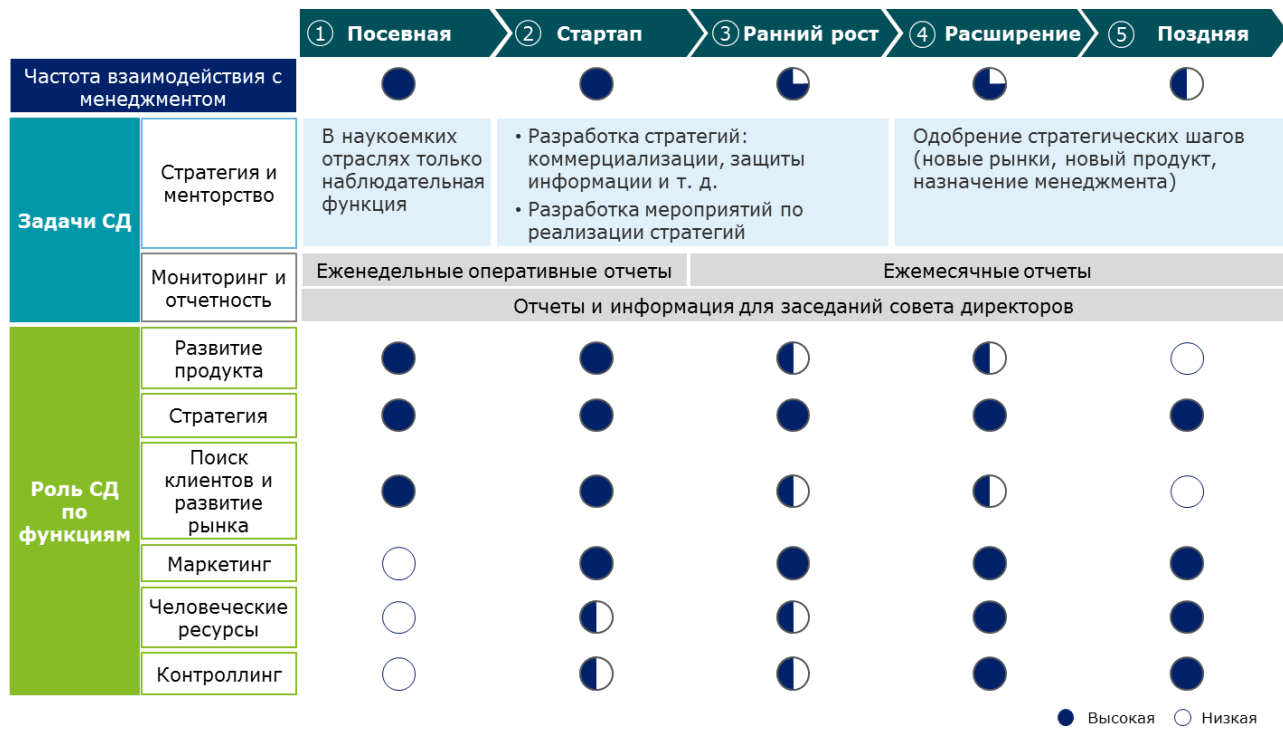
В **России** совет директоров рассматривает не только стратегические вопросы, но и принимает активное участие в операционной деятельности, особое внимание уделяется функциям контроля. В **США** основной задачей совета директоров является рассмотрение вопросов, связанных с утверждением стратегии и контролем за ее реализацией. Тактическое управление осуществляется руководством компании.

Роль совета директоров и круг рассматриваемых им вопросов зависит, в том числе от отрасли компании и специфики производимого ею продукта. Например, наукоемкие отрасли, такие как фармацевтика, биотехнологии и тому подобные, характеризуются длительным процессом создания продукта, поэтому на ранних стадиях (посевной и стадии «стартап») роль совета директоров является менее весомой. Однако она значительно возрастает на этапе, когда компании необходимо разработать и утвердить стратегию коммерциализации и продвижения готового продукта.

Напротив, многие ИТ-стартапы, имея технологию на начальных этапах, сталкиваются с трудностями по определению наилучшего способа ее коммерциализации или нахождению наиболее привлекательной рыночной ниши. В данной ситуации вовлечение на ранних этапах проекта инвесторов, обладающих значительным опытом анализа спроса и потребительских предпочтений, может сыграть важную роль в конечном успехе.

Изменение роли совета директоров и степени его вовлеченности в решение операционных вопросов и управление функциями компании на каждой стадии ее жизненного цикла представлено ниже (Рисунок 13).

Рисунок 13. Роль совета директоров на различных стадиях развития компании⁴⁵



На посевной стадии совет директоров часто ограничивается наблюдением и получением информации о процессе разработки продукта. Инвестор также может участвовать в совершенствовании продукта, если он обладает необходимым опытом и компетентностью.

На посевной стадии инвестор стремится к получению наиболее полной информации о развитии продукта и компании, контролирует расходы и выполнение КПЭ (контроль которых осуществляется также и на других стадиях развития). На данной стадии основатели измеряют свой прогресс относительно сформированного бизнес-плана и графика.

На стадии «стартап», как правило, начинается активная работа совета директоров, состоящего в среднем из трех-пяти человек, включая основателей и представителей инвесторов.

Собрания совета директоров должны проводиться не реже одного раза в месяц для рассмотрения действий генерального директора, мониторинга статуса развития проекта, оценки состояния продаж и следующего раунда финансирования. В компетенцию совета директоров входит утверждение бюджета компании на следующий год, прогноза

⁴⁵ Анализ «Делойта»

прибылей и убытков, бухгалтерского баланса и денежных потоков. Далее каждый месяц в течение года инвесторы могут получать информацию об отклонениях от запланированного бюджета.

В целях контроля расходования средств совет должен установить лимит существенности для договоров и иных сделок, а все контракты, которые превышают этот лимит, рассматривать и утверждать дополнительно. Кроме того, после осуществления крупных расходов и реализации проектов результаты аудита данных проектов должны быть переданы совету директоров.

На стадии раннего роста ключевой задачей совета директоров является формирование команды, подбор компетенций для дальнейшего развития проекта, утверждение бюджета, а также прогнозов отчета о финансовых результатах, бухгалтерского баланса и отчета о движении денежных средств. Возрастает роль инвестора в подборе управленческих кадров.

На стадии расширения и подготовки к выходу инвестора, по мере того как снижаются риски проекта, совет директоров может собираться ежеквартально для рассмотрения результатов операционной деятельности компании и финансовой отчетности. Требования к компетенциям директоров значительно возрастают, если компания готовится к выходу инвестора из проекта, так как действия совета директоров могут повлиять на оценку компании.

На этих стадиях совет директоров компании обычно состоит из пяти человек, включая одного-двух инвесторов, двух-трех независимых директоров и основателя в должности исполнительного директора.

Практические советы

Несмотря на отсутствие возможности влиять на принятие решений путем голосования на совете директоров, существует ряд механизмов, позволяющих миноритариям защищать свои интересы:

- присутствие на заседаниях совета директоров в качестве наблюдателей и ознакомление с утверждаемыми документами;
- повышенный кворум для принятия решений по определенным вопросам (изменение устава, совершение крупной сделки, ликвидация или реорганизация общества и т. д.), Федеральный закон № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»;
- право требования выкупа своей доли обществом в случае несогласия участника с решениями, принятыми на общем собрании участников: об одобрении крупной сделки, увеличении уставного капитала за счет дополнительных вкладов участников;
- право требовать исключения участника.

Риски и ответственность членов совета директоров

Риски и ответственность членов советов директоров при принятии управленческих решений

Члены органов управления юридического лица (единоличный исполнительный орган — директор, члены совета директоров) несут обязанность действовать в интересах юридического лица добросовестно и разумно. Члены органов управления юридического лица могут быть привлечены к ответственности за причиненные юридическому лицу убытки в том случае, если они действовали **недобросовестно** или **неразумно**.

На **недобросовестность** действий членов органов управления может указывать:

- наличие конфликта между личными интересами членов органов управления и интересами юридического лица;
- сокрытие информации о совершенной сделке от участников юридического лица;
- совершение сделки без обязательного одобрения органами юридического лица;
- совершение сделки на заведомо невыгодных для юридического лица условиях или с заведомо неспособным исполнить обязательство лицом.

Под сделкой на невыгодных условиях понимается сделка, цена или иные условия которой существенно, в худшую для юридического лица сторону, отличаются от цены и иных условий, на которых в сравнимых обстоятельствах совершаются аналогичные сделки.

На **неразумность** действий членов органов управления может указывать:

- принятие решений без учета известной членам органов управления информации, имеющей значение в данной ситуации;
- неосуществление действий, направленных на получение необходимой и достаточной для принятия решения информации, которые являются привычными для деловой практики при сходных обстоятельствах;
- совершение сделки без соблюдения обычно требующихся или принятых в данном юридическом лице внутренних процедур для совершения аналогичных сделок.

Стоит отметить, что добросовестность и разумность при исполнении возложенных на директора обязанностей заключаются в принятии им необходимых и достаточных мер для достижения целей деятельности, ради которых создано юридическое лицо, в том числе в надлежащем исполнении публично-правовых обязанностей, возлагаемых на юридическое лицо действующим законодательством. В связи с этим в случае привлечения юридического лица к публично-правовой ответственности (налоговой, административной и т. п.) по причине недобросовестного или неразумного поведения директора понесенные в результате этого убытки юридического лица могут быть взысканы с члена совета директоров.

Требование о возмещении убытков за нарушение обязанности действовать в интересах общества может быть заявлено юридическим лицом или его учредителями (участниками). По общему правилу, иск может быть предъявлен лицом, владеющим не менее чем одним процентом размещенных обыкновенных акций общества. Применительно к нарушениям порядка приобретения акций общества, предусмотренного главой XI.1 Закона об акционерных обществах, минимальный порог отсутствует (пункт 5 статьи 71 Закона об акционерных обществах). Относительно ООО минимальный порог отсутствует (пункт 5 статьи 44 Закона об обществах с ограниченной ответственностью). Члены органов управления не могут быть привлечены к ответственности, если их действия не выходили за пределы обычного делового (предпринимательского) риска.

Страхование ответственности членов советов директоров при принятии управленческих решений

Страхование ответственности членов советов директоров (далее — страхование D&O, от англ. *D&O — Directors and officers liability insurance*) предполагает покрытие ответственности директоров и руководства в целях их защиты от претензий, которые могут возникнуть в результате решений и мер, принимаемых в рамках исполнения ими своих должностных обязанностей. Под ответственностью в данном случае понимается личная ответственность директоров и должностных лиц компании как физических лиц, а также возмещение судебных расходов и ущерба третьей стороне в результате решения по искам.

По статистике, в США и Израиле до 90% акционерных компаний прибегают к страхованию D&O по причине частых судебных разбирательств. В Российской Федерации практика страхования D&O не является распространенной: от 200 до 250 полисов страхования D&O в год (в связи с малой частотой судебных разбирательств).

Основной целью данного вида страхования является обеспечение финансовой защиты членов совета директоров и руководства компании от последствий реальных или предполагаемых противоправных деяний, которые они совершили во время исполнения своих обязанностей. Страхование D&O покрывает расходы на защиту в суде и финансовые убытки от судебных решений. Кроме того, возможно расширение полиса D&O в целях покрытия расходов на судопроизводство против лиц, на которых были заведены административные и уголовные дела.

Застрахованные лица. Все предыдущие, текущие и будущие члены совета директоров, а также старшие должностные лица компании и ее дочерних предприятий подпадают под действие полисов D&O, которые также могут включать в себя и других представителей высшего руководства. В особенных случаях, например при подаче исков, связанных с ценными бумагами, действие страхования может быть расширено, чтобы покрыть и претензии к самой компании от этих лиц.

Период действия. Страховой полис D&O предоставляет покрытие на период, оговоренный в договоре. При этом часто полис также покрывает и претензии в отношении неправомерных действий, имевших место до начала действия договора.

Наиболее частые источники рисков D&O:

- сфера занятости персонала и кадровые вопросы;
- действия акционеров;
- ошибки в отчетности;
- неточное или недостаточное раскрытие информации (например, о счетах компании);
- намеренное искажение информации в отчетах о перспективах;
- принятие решений, превышающих предоставленные полномочия;
- несоблюдение регулирующих правил или законов.

Наиболее распространенные истцы по данным судебным разбирательствам варьируются от страны к стране в зависимости от местных законов и деловой практики. Например, в США около 40% претензий относятся к области занятости персонала и управления человеческими ресурсами. Многие исковые заявления подаются бывшими сотрудниками. Наиболее резонансные и дорогостоящие иски обычно подаются регулирующими органами

и акционерами. В **Германии** до 80% исков против директоров и должностных лиц подаются самой компанией. При этом во многих странах Центральной и Восточной Европы закон предусматривает возможность участников предъявлять требования к членам совета директоров напрямую от лица компании, тем самым ограничивая число исков.

Пример № 1: примером страхового случая может служить ситуация, произошедшая с компанией-франчайзером. В процессе работы часть компаний-франчайзи стали некачественно оказывать свои услуги. Учитывая риск нанесения ущерба бренду и репутации, компания-франчайзер приняла решение прервать сотрудничество из-за нарушения условий контракта и письменно уведомила об этом трех франчайзи. После этого две из трех компаний подали иски о намеренном введении их в заблуждение компанией-франчайзером против компании и ее директоров. Иски основывались на том, что потенциал для роста и развития бизнеса франчайзи был неверно оценен, и, как следствие, компания понесла материальные потери. Затраты на защиту в суде составили 100 тыс. фунтов и были полностью возмещены страховой компанией.

Пример № 2: за две недели до начала процесса банкротства компании в Великобритании два ее директора приняли решение не прерывать деятельность, несмотря на свою осведомленность о состоянии дел. В результате их работы в течение двух недель у компании возникли обязательства перед бюджетом по выплате НДС в размере 50 тыс. фунтов. Впоследствии из-за банкротства компании они не были уплачены. Решением совета директоров указанные лица были исключены из совета, после чего они подали иск об отмене этого решения. Затраты на защиту в суде составили 100 тыс. фунтов и были полностью возмещены страховой компанией.

Обычно количество исков от третьих лиц значительно возрастает, когда компания объявляет о банкротстве. Это связано с попытками истцов формально переложить ответственность за неудачу компании на исполнительное руководство, чтобы иметь возможность вернуть свои инвестиции.

Факторы и риски, влияющие на ценообразование D&O-страхования:

- география деятельности, международное присутствие (особенно в **США**);
- судебная история;
- направление деятельности (например, финансовые учреждения считаются более высокорисковыми);
- присутствие на бирже;
- рыночная капитализация;
- принятие решений о слияниях и поглощениях;
- профессиональные резюме руководства.

Страховая премия *D&O* рассчитывается на основе частоты претензий к компании и их тяжести. Это означает, что в дополнение к размеру компании (консолидированные активы) существует целый ряд других факторов риска, которые влияют на стоимость полиса *D&O*. Например, страховая премия предприятия среднего бизнеса с годовым доходом ниже 1 млрд евро и страховой суммой в 25 млн евро будет составлять 25 тыс. евро. Такая компания будет считаться низкорисковой. Страховые премии для финансовых учреждений или компаний, торгующихся на бирже, в США будут всегда рассчитываться на индивидуальной основе. Ежегодные премии в таких случаях могут составлять до 100 тыс. евро и выше в расчете на один миллион страховой суммы.

Примерные размеры страховых сумм *D&O* в мировой практике представлены ниже (Рисунок 14).

Рисунок 14. Диапазон страховых сумм в мировой практике



В России *D&O*-страхование предоставляют такие компании, как СОГАЗ, «Альфа-Страхование», AIG, AON, Allianz, «Ингосстрах», «МАКС». Предлагаемые ими программы различаются в зависимости от оборота компании-клиента. Для малого и среднего бизнеса лимит ответственности, в зависимости от которого будет варьироваться размер страховой премии, составляет от 100 до 200 млн руб. Минимальная страховая премия может составлять 45 тыс. руб.

Риски, связанные с использованием в российской юрисдикции корпоративных договоров/соглашений акционеров и иных аналогичных документов по зарубежному (английскому) праву

Риски использования в российской юрисдикции корпоративных договоров, структурированных по иностранному (английскому) праву, представляется целесообразным рассмотреть в следующих аспектах:

- возможность подчинения корпоративного договора, заключенного между участниками российского хозяйственного общества, праву иностранного государства;
- более высокие издержки разбирательства в иностранном суде;
- проблемы рассмотрения споров, вытекающих из корпоративных договоров, подчиненных иностранному праву, в арбитражных судах на территории Российской Федерации;
- проблемы признания и приведения в исполнение на территории Российской Федерации решений иностранного суда или иностранных арбитражных решений.

Подчинение корпоративного договора, заключенного между участниками российского хозяйственного общества, иностранному праву

До ноября 2013 года российские суды признавали недопустимым подчинение иностранному праву корпоративных договоров, заключенных между участниками российского хозяйственного общества (Постановление Федерального арбитражного суда Западно-Сибирского округа от 31 марта 2006 года по делу № А75-3725-Г/04-860/2005 (дело ОАО «Мегафон»); Решение Арбитражного суда города Москвы от 26 декабря 2006 года по делу № А40-62048/06-81-343 (дело ЗАО «Русский стандарт страхование»); Постановление Федерального арбитражного суда Поволжского округа от 25 мая 2011 года по делу № А57-7487/2010 (дело ЗАО «Агро»).

С ноября 2013 года вступили в силу поправки в Гражданской кодекс Российской Федерации, разрешающие выбор применимого права в отношении корпоративных договоров.

Однако корпоративный договор между участниками российского хозяйственного общества, подчиненный иностранному праву, не может противоречить императивным нормам российского законодательства, в частности:

- корпоративный договор не может обязывать его участников голосовать в соответствии с указаниями органов юридического лица;
- корпоративный договор не может определять структуру органов юридического лица и их компетенцию.

Более высокие издержки разбирательства в иностранном суде

Ориентировочная стоимость судебного разбирательства при участии трех арбитров, с ценой иска в один миллион долларов: Арбитражный центр (Россия) — 1 734 500 рублей,

МКАС⁴⁶ (Россия) — 2 123 200 рублей⁴⁷ (31 600 долл.), Стокгольмский арбитраж (Швеция) — 6 413 802 рублей⁴⁸ (86 220 евро).

Проблемы рассмотрения споров, возникающих из корпоративного договора, подчиненного иностранному праву, в российских арбитражных судах

При рассмотрении в российском арбитражном суде спора, вытекающего из корпоративного договора, который подчинен иностранному праву, арбитражный суд обязан установить содержание норм такого иностранного права.

Для установления содержания норм иностранного права российский арбитражный суд вправе:

- привлечь экспертов;
- обратиться в компетентные органы;
- возложить обязанность по предоставлению сведений о содержании норм иностранного права на стороны. При этом если одна из сторон предоставит заключение по вопросам содержания иностранного права, содержащее необходимые и достаточные сведения, и такое заключение не будет опровергнуто другой стороной, то арбитражный суд вправе считать содержание иностранного права установленным.

Таким образом, существует риск неправильного применения норм иностранного права при рассмотрении спора российским арбитражным судом.

Проблемы признания и приведения в исполнение иностранного арбитражного решения и решения иностранного суда

Если спор между сторонами корпоративного договора рассматривается иностранными юрисдикционными органами, то могут возникнуть риски, связанные с:

- признанием и приведением в исполнение иностранных арбитражных решений;
- признанием и приведением в исполнение решений иностранных судов.

Иностранное арбитражное решение может быть признано и приведено в исполнение на территории Российской Федерации на основании Конвенции о признании и приведении в исполнение иностранных арбитражных решений (Нью-Йорк, 1958 год), странами-участницами которой в том числе являются Российская Федерация, Великобритания, Швеция, Австрия, Франция, Сингапур.

Российский арбитражный суд при рассмотрении заявления о признании и приведении в исполнение иностранного арбитражного решения не вправе пересматривать такое решение по существу.

Однако российский арбитражный суд может отказать в признании и исполнении иностранного арбитражного решения, в том числе по следующим основаниям:

- сторона, против которой вынесено решение, не была должным образом уведомлена о назначении арбитра, об арбитражном разбирательстве или по другим причинам не могла представить свои объяснения;

⁴⁶ Международный коммерческий арбитражный суд

⁴⁷ По среднегодовому курсу доллара за 2016 год – 67.1899 руб./долл.

⁴⁸ По среднегодовому курсу евро за 2016 год – 74.3888 руб./евро

- объект спора не может быть предметом арбитражного разбирательства по законам Российской Федерации (необходимо отметить, что спор, вытекающий из корпоративного договора между участниками российского хозяйственного общества, может рассматриваться только третейским судом, администрируемым постоянно действующим арбитражным учреждением, с местом арбитража на территории Российской Федерации);
- признание и приведение в исполнение решения противоречат публичному порядку Российской Федерации.

Решение иностранного суда может быть признано и исполнено на территории Российской Федерации, если это предусмотрено международным договором Российской Федерации или общепризнанными принципами международного права — принципами взаимности и международной вежливости.

Несмотря на то что между Российской Федерацией и Великобританией отсутствует договор, позволяющий признавать и приводить в исполнение на территории Российской Федерации решения английских судов, российские суды признают решения, вынесенные английскими судами, на основе принципов взаимности и международной вежливости.

Важно отметить, что арбитражный суд при рассмотрении заявления о признании и приведении в исполнение решения иностранного суда не вправе пересматривать решение иностранного суда по существу.

Тем не менее суд может отказать в признании и исполнении решения иностранного суда в том числе, если:

- сторона, против которой принято решение, не была своевременно и надлежащим образом извещена о времени и месте рассмотрения дела или по другим причинам не могла представить в суд свои объяснения;
- рассмотрение дела в соответствии с международным договором Российской Федерации или федеральным законом относится к исключительной компетенции суда в Российской Федерации;
- исполнение решения иностранного суда противоречило бы публичному порядку Российской Федерации.

Практика приведения в исполнение решений английских судов и иностранных судов приведена в Приложении.

Раздел 4. Управление



4.1 Работа с менеджментом портфельных компаний

Основные подходы к формированию команды в зависимости от стадии развития проекта

Формирование команды проекта

Сотрудники проекта — ключевой ресурс инновационной компании, поэтому успешность стартапа напрямую зависит от эффективности решения проблем кадрового планирования и организационного проектирования.

Каждая компания индивидуально подходит к вопросу построения организационной структуры и определения функционала основных сотрудников, однако независимо от выбранной оргструктуры все последующие изменения в ней должны быть продуманы до начала расширения штата. Детальное планирование позволит оценить потенциальные затраты на расширение и сделать вывод о его целесообразности.

Процесс формирования команды проекта включает следующие основные этапы:

- определение функционала, выполняемого собственными силами и с использованием аутсорсинга;
- формирование организационной структуры компании;
- разработка критериев и методов отбора сотрудников;
- определение источников подбора ключевых кадров;
- отбор сотрудников на позиции с учетом разработанных критериев;
- разработка системы мотивации сотрудников.

Подход, используемый в международной практике (в т. ч. в [США](#), [Израиле](#) и [России](#)), предполагает, что процесс формирования команды проекта должен начинаться с определения функционала, который будет отдан на аутсорсинг (Рисунок 15). Аутсорсинг подразумевает заключение договора со сторонней компанией, обязующейся выполнить определенный объем работ в указанные в договоре сроки.

Важно

Обоснованный подход к определению направлений использования аутсорсинга позволит снизить затраты и повысить эффективность бизнес-процессов за счет профессиональных компетенций аутсорсинговой компании.

На начальных этапах развития компании на аутсорсинг можно отдать практически весь функционал (в т. ч. разработку технико-экономического обоснования проекта, создание прототипа, ведение налогового и бухгалтерского учета, юридическую поддержку, транспортные услуги, рекламу и продвижение), за исключением управления компанией и стратегического маркетинга. Под стратегическим маркетингом подразумевается процесс определения маркетинговой стратегии компании и концепции позиционирования продукта на рынке. Для большинства инновационных компаний предпочтительной является самостоятельная разработка самого продукта и его дизайна; исключением могут быть

ситуации, когда основатели разработали идею продукта, но не обладают необходимыми навыками либо ресурсами для ее реализации.

По мере развития инновационной компании аутсорсинг используется преимущественно для второстепенных функций, однако в случае высоких затрат на организацию собственного производства данный процесс может быть также отдан на аутсорсинг или использовано контрактное производство.

Рисунок 15. Международная практика формирования команды проекта в зависимости от стадий жизненного цикла компании⁴⁹



* *Примечание: применимо в основном к компаниям ИТ-отрасли*

Подходы к построению организационной структуры и отбору ключевых сотрудников, применяемые в российских и зарубежных инновационных компаниях, также изменяются в зависимости от стадии жизненного цикла.

На **посевной стадии** происходит зарождение бизнес-идеи. Как правило, ядром инновационной компании является научно-исследовательская группа, на основе которой формируется проектная команда, включающая в себя ученых, разработчиков и представителей бизнеса.

Обратная ситуация, когда основателями выступают люди из сферы бизнеса, у которых есть идея создания продукта, но отсутствуют навыки либо ресурсы для ее реализации, встречается наиболее часто в отрасли информационных технологий. В таком случае создание продукта и его дизайн основатели заказывают ИТ-разработчикам, в качестве которых могут выступать как специализированные компании, так и физические лица.

Источником подбора персонала на посевной стадии в большинстве случаев являются члены ближнего окружения основателей: знакомые, друзья, родственники и т. п.

⁴⁹ Анализ «Делойта»

На **стадии «стартап»** члены проектной команды регистрируют инновационную компанию, организационная структура которой характеризуется минимальным количеством уровней управленческой иерархии. Перечень основных вопросов, решаемых на данном этапе сотрудниками, включает задачу привлечения инвестиций и определение целевого рынка для разработанного продукта (услуги).

Источники подбора ключевых кадров расширяются: помимо ближнего окружения поиск и отбор кадров происходит среди бывших коллег основателей (характерно для российской практики, в зарубежной «переманивание» бывших коллег может быть ограничено применением в трудовых соглашениях оговорок английского права), специалистов, рекомендованных инвесторами компании, учащихся и сотрудников профильных вузов и научно-исследовательских организаций.

На **стадии раннего роста** в менеджменте инновационной компании выделяются уровни иерархии, привлекаются наемные менеджеры и появляются функциональные подразделения (производство, маркетинг, продажи, обслуживающие подразделения и т.д.).

Основатели концентрируются на решении стратегических вопросов развития бизнеса, в то время как наемные руководители решают задачи, связанные с операционным управлением (управление поставками сырья и комплектующих, процессами производства и реализации продукции, персоналом и т.п.).

Закрытие позиций осуществляется за счет развития собственных кадров, рекламы вакансий в открытых источниках — на специализированных форумах и в группах социальных сетей, использования посредников — кадровых агентств и интернет-ресурсов.

Стадия расширения характеризуется дальнейшим усложнением организационной структуры и увеличением ее иерархичности. Одновременно с изменениями в структуре происходит формализация внутрикорпоративных взаимоотношений. С увеличением количества выпускаемых продуктов/ перечня реализуемых услуг структура компании постепенно преобразуется в проектную.

Проектная структура — это структура, ориентированная на обеспечение эффективного управления выполнением одного или нескольких крупных проектов в компании. В проектной структуре вспомогательные функции (например, бухгалтерия, маркетинг, стратегическое планирование и т. д.) передаются на верхний уровень управления, а все задачи, непосредственно связанные с реализацией проекта, решаются на уровне проектных команд и руководителя проекта. Руководитель несет полную ответственность за своевременную и качественную разработку и реализацию проекта, а также наделяется всеми необходимыми правами по управлению подчиненными ему подразделениями и сотрудниками.

По мере развития компании, диверсификации ее деятельности и выхода на новые рынки может быть сформирована дивизиональная организационная структура, которая сохранится до **стадии выхода**.

Дивизиональная структура — структура, основанная на выделении крупных автономных производственно-хозяйственных подразделений (отделений, дивизионов) и соответствующих им уровней управления с предоставлением этим подразделениям

оперативно-производственной самостоятельности, а также с перенесением на этот уровень ответственности за получение прибыли⁵⁰.

Выбор способа оформления сотрудника на работу в компанию

Выбор способа оформления сотрудника зависит от стоимости его содержания в штате, уровня вовлеченности в работу компании и рисков, сопутствующих каждому из способов найма (Рисунок 16, Таблица 8).

Существуют три основных способа оформления сотрудников на работу:

- на полный рабочий день (*full-time*);
- на неполный рабочий день/частичная занятость (*part-time*);
- заключение временного договора без включения в штат (*freelance*).

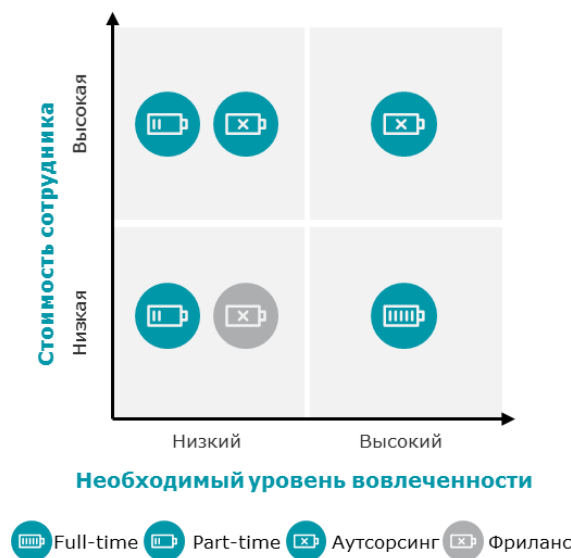
Фриланс подразумевает заключение между компанией и физическим лицом договора, на основании которого физическое лицо обязуется выполнить работы и/или оказать услуги по заданию заказчика в объеме и в срок, указанные в договоре. Основным риском данного способа найма является сложность привлечения к ответственности не зачисленного в штат сотрудника при недобросовестном исполнении им обязательств по договору.

Чаще всего в компаниях встречается комбинация нескольких вышеперечисленных способов найма.

При выборе подхода к оформлению сотрудника в команду инновационной компании необходимо учитывать соотношение следующих факторов:

- стоимость содержания сотрудника в штате с учетом всех обязательных отчислений, а также дополнительных затрат (например, на обучение);
- уровень необходимой вовлеченности сотрудника в работу, характеризующийся частотой и длительностью его привлечения к решению задач в рамках проекта.

Рисунок 16. Выбор способа оформления сотрудника в компанию⁵¹



⁵⁰ Материалы гуманитарно-правового портала [PSYERA](#)

⁵¹ Анализ «Делойта»

Аутсорсинг рекомендуется при высокой стоимости содержания сотрудников в штате и их активном вовлечении в работу компании.

Оформление на полный рабочий день рекомендуется использовать для сотрудников, функционал которых требует их постоянного вовлечения в работу при относительно невысоких затратах на содержание в штате.

При низком уровне вовлеченности предпочтительным будет нанять сотрудника на неполный рабочий день или заключить договор с фрилансером.

Способ оформления определяется также профессиональными характеристиками сотрудников: штат компании должен быть укомплектован специалистами, обладающими знаниями и компетенциями для решения широкого спектра задач; функционал, требующий узкой специализации, особых знаний и навыков, эффективнее отдать на аутсорсинг.

Окончательное решение о способе оформления сотрудника на работу должно быть принято с учетом потенциальных рисков для работодателя (Таблица 8).

Таблица 8. Сравнение рисков различных способов формирования команды⁵²

Риск	Аутсорсинг	Фрилансеры	Штатные сотрудники
Проблемы с трудоустройством	Отсутствуют		Полный перечень ответственности*
Длительный поиск сотрудника	Нет	Нет	До двух месяцев
Длительное вхождение сотрудника в проект	Нет	Нет	До трех месяцев
Необходимость обучения	Нет	Нет	Есть
Отпуск и больничные	Нет	Нет	Есть
Риск «пропажи» сотрудника	Нет	Есть	Есть
Риск увольнения	Быстрая замена другим исполнителем	Защиты нет	
Юридическая защита	Есть	Нет	Есть
Стоимость	Средняя/ Высокая	Низкая	Средняя
Инфраструктурные расходы	Нет	Нет	Офис, оборудование и т.д.

* *Примечание: перечисление налогов, оплата больничных и отпусковых*

Использование аутсорсинга характеризуется высоким уровнем юридической защиты и возможностью быстрой замены исполнителя. Недостатком аутсорсинга является высокая стоимость услуг компании-поставщика.

⁵² Анализ «Делойта», материалы сайта rb.ru

Наем сотрудника в штат сопровождается необходимостью обеспечения установленных законодательством условий труда, сложностью процесса отбора кандидатов на позицию, длительностью введения нового сотрудника в должность и компанию, а также рисками отсутствия сотрудника на рабочем месте по причине отпуска или болезни. Кроме того, в случае увольнения сотрудника работодатель сталкивается с необходимостью поиска срочной замены, тогда как при использовании услуг аутсорсинговой компании решение данной проблемы ложится целиком на нее.

Риски найма фрилансера обусловлены низким уровнем юридической защиты компании от невыполнения сотрудником своих обязательств.

Защита инвесторов от недобросовестности сотрудников

Оценка добросовестности сотрудников

Проблемы защиты интеллектуальной собственности, секретов производства и другой конфиденциальной информации от конкурентов являются особенно актуальными для инновационных компаний. Наибольшая угроза разглашения и использования идей, разработок и секретов производства исходит со стороны руководства и сотрудников компании.

Ключевым сотрудникам может быть предоставлен доступ к информации о продукте и технологиях, которую они в случае увольнения смогут использовать в интересах конкурента своего бывшего работодателя либо в процессе создания собственной компании.

В связи с этим перед принятием решения об участии в проекте инвестору следует провести всестороннюю оценку добросовестности основателей и сотрудников. Для этого рекомендуется использовать открытые источники информации о физических и юридических лицах, а также специализированные базы данных.

Проверка с использованием открытых источников включает:

- выявление непогашенной сотрудником задолженности по налогам, а также анализ на предмет его участия в качестве руководителя или учредителя в нескольких юридических лицах на [сайте Федеральной налоговой службы \(ФНС\)](#);
- анализ сведений из ЕГРЮЛ/ЕГРИП с помощью [специализированного сервиса ФНС](#) по предоставлению сведений из ЕГРЮЛ/ЕГРИП о конкретном юридическом лице/индивидуальном предпринимателе в форме электронного документа;
- выявление проблемной задолженности у сотрудника на [сайте Федеральной службы судебных приставов](#);
- анализ действительности паспортных данных и наличия разрешения на работу на [сайте Главного управления по вопросам миграции МВД России](#);
- проверку нотариальных документов на [Справочном сервисе проверки нотариальных документов](#).

К дополнительным источникам информации для проверки добросовестности сотрудников относятся:

- базы данных СПАРК, Factiva, «Интегрум», FIRA, Reuters и их аналоги;
- кредитная история сотрудника;
- сведения о добросовестности, полученные в результате использования услуг юридических компаний;
- информация, полученная от предыдущего работодателя сотрудника (при условии возможности ее получения).

Важно

Приступать к заключению сделки целесообразно только по результатам полной проверки и подтверждения отсутствия рисков недобросовестного поведения ключевых участников объекта инвестирования.

Законодательное регулирование защиты инвесторов от конкуренции со стороны ключевых сотрудников

Перед сделкой инвестору необходимо принять превентивные меры по защите от потенциального участия сотрудников инвестируемой компании в конкурирующих компаниях. Большинство инновационных компаний, зарегистрированных в иностранных юрисдикциях, в том числе в США, Великобритании и Сингапуре, используют для решения данной задачи разработанный в английском праве комплекс оговорок о неконкуренции.

На текущий момент законодательством РФ допускается прямо предусматривать в трудовом договоре только оговорку о конфиденциальности, а также заключать соглашение о неразглашении (*Non-disclosure agreement, NDA*), которое может действовать и после прекращения трудовых отношений между работником и работодателем в течение срока, установленного в соглашении.

Типы оговорок о неконкуренции, разработанные в английском праве, и соответствующие им механизмы российского законодательства, представлены в таблице ниже (Таблица 9).

Таблица 9. Практика правового регулирования защиты инвесторов от конкуренции со стороны ключевых сотрудников⁵³

Типы оговорок о неконкуренции в английском праве	Соответствующие механизмы в российском праве
Обязательство об отказе от привлечения (non-solicitation) Запрещает бывшему работнику привлекать к сотрудничеству клиентов и других работников бывшего работодателя.	<ul style="list-style-type: none">Ограничение на разглашение и использование клиентской базы возможно в контексте охраны коммерческой тайны, однако на практике этот инструмент обладает низкой эффективностью.В российском законодательстве нет правовых оснований для запрета бывшему сотруднику предлагать работу своим бывшим коллегам.
Обязательства о невзаимодействии (non-dealing covenants) Запрещает бывшему работнику взаимодействовать с клиентами/контрагентами предыдущего работодателя по вопросам, связанным с предыдущей работой.	<ul style="list-style-type: none">Работодатель для защиты от конкурентов, использующих его бывших работников, может ссылаться на положения Федерального закона от 26 июля 2006 года № 135-ФЗ «О защите конкуренции».
Обязательство о неконкуренции (non-competition covenant) Запрещает бывшему работнику заниматься конкурирующей деятельностью, в т. ч. создавать компанию-конкурент бывшего работодателя.	<ul style="list-style-type: none">По трудовому законодательству оговорки о неконкуренции не имеют обязательной силы и их невыполнение не влечет для сторон ответственности, так как они нарушают право гражданина на труд и выбор профессии.

⁵³ Анализ «Делойта»

Типы оговорок о неконкуренции в английском праве	Соответствующие механизмы в российском праве
<p>Отстранение от работы перед увольнением с сохранением зарплаты (<i>garden leave</i>)</p> <p>По требованию работодателя период времени после уведомления об увольнении до момента фактического увольнения работник должен провести в оплачиваемом отпуске и не работать на конкурента.</p>	<ul style="list-style-type: none">• Данная ситуация частично регулируется применением в комплексе соглашения об оплачиваемом отпуске (ст. 120 ТК РФ) и соглашения о расторжении трудового договора (ст. 78 ТК РФ).• Недостаток механизма состоит в том, что работник может в период отпуска устроиться в конкурирующую компанию по совместительству.

Практические советы

С учетом правовых аспектов российского законодательства для целей повышения качества защиты конфиденциальных данных в компании рекомендуется:

- ввести режим коммерческой тайны и все конфиденциальные документы пометить грифом «коммерческая тайна», в противном случае, в соответствии с российским законодательством⁵⁴, привлечь сотрудника к ответственности за разглашение конфиденциальной информации практически невозможно;
- включить в трудовой договор оговорку о конфиденциальности и уведомление о том, что ее нарушение влечет за собой увольнение сотрудника (в соответствии со ст. 57 и 81 ТК РФ);
- заключать соглашение о неразглашении со всеми привлеченными субподрядчиками, получающими доступ к конфиденциальной информации. Заключение *NDA* позволит определить, какая именно информация, полученная от заказчика, относится к коммерческой тайне и не подлежит разглашению, а также установить ответственность субподрядчика в случае нарушения соглашения. В частности, в соглашении можно установить штраф (ст. 330 ГК РФ), оговорить возмещение убытков в полном объеме или в размере реального ущерба (ст. 15 ГК РФ), или применить оба вида ответственности (ст. 394 ГК РФ).

Регулирование прав на объекты интеллектуальной собственности

Объекты интеллектуальной собственности (ИС) инновационной компании могут быть оспорены третьими лицами. Основной причиной возникновения данного риска является то, что в большинстве случаев объекты ИС создаются в период работы основателей в сторонней компании и, согласно российскому законодательству, могут быть признаны служебными изобретениями.

⁵⁴ Федеральный закон Российской Федерации от 29 июля 2004 года № 98-ФЗ «О коммерческой тайне»

Важно

П. 1 ст. 1370 ГК РФ: «Изобретение, полезная модель или промышленный образец, созданные работником в связи с выполнением своих трудовых обязанностей или конкретного задания работодателя, признаются соответственно **служебным изобретением**, служебной полезной моделью или служебным промышленным образцом».

П. 5 ст. 1370 ГК РФ: «Изобретение, полезная модель или промышленный образец, созданные работником с использованием денежных, технических или иных материальных средств работодателя, но не в связи с выполнением своих трудовых обязанностей или конкретного задания работодателя, **не являются служебными**».

Таким образом, согласно ГК РФ, интеллектуальная собственность (ИС), созданная по личной инициативе работника, не является служебным изобретением, и права на нее принадлежат автору. Наличие в трудовом договоре оговорки о том, что все результаты ИС принадлежат работодателю, не позволит ему получить права на результаты интеллектуальной деятельности, созданные работником по личной инициативе в период наличия трудовых отношений. Исключением могут являться ситуации, когда в трудовом договоре указано, что в служебные обязанности работника входит создание **аналогичных** объектов интеллектуальной собственности. В таком случае права на объект ИС могут быть оспорены работодателем.

В случае, если объект интеллектуальной собственности создан по заданию работодателя, то возможны следующие варианты:

1. Исключительное право на объект ИС (служебное изобретение) принадлежит работодателю, если трудовым или иным договором между работником и работодателем не предусмотрено иное.
2. Исключительное право на ИС (служебное изобретение) принадлежит автору если:
 - создание объекта ИС не было предусмотрено договором (не входит в должностные обязанности);
 - такое распределение прав предусмотрено договором;
 - работодатель в течение трех лет не начал использование объекта ИС, не передал исключительное право на него другому лицу или не сообщил автору о сохранении произведения в тайне.

Для снижения риска признания прав на объекты интеллектуальной собственности инновационной компании за нынешними или бывшими сотрудниками необходимо в трудовой договор, должностную инструкцию, приказы, распоряжения, служебные задания, служебные записки и другие аналогичные документы включить положения о создании объектов интеллектуальной собственности сотрудниками. Это позволит доказать, что создание объекта ИС входило в трудовые обязанности, либо в конкретное задание работнику.

Механизмы мотивации ключевых сотрудников

Механизмы мотивации ключевых сотрудников инновационных компаний

Работа в инновационных компаниях на ранних стадиях их развития сопровождается значительными рисками. Вероятность ликвидации компании в связи с реализацией таких рисков снижает ее привлекательность в качестве работодателя для высококвалифицированных специалистов. Таким образом, вопрос разработки системы мотивации персонала в инновационной компании приобретает особую актуальность.

Инициатором составления мотивационных программ может выступать любой участник инновационного проекта, в том числе инвестируемая компания, венчурный фонд или частный инвестор.

Компенсационный пакет сотрудника может включать в себя оклад, премии и бонусы, а также инструменты долгосрочной мотивации (Рисунок 17).

Рисунок 17. Структура компенсационного пакета компании⁵⁵



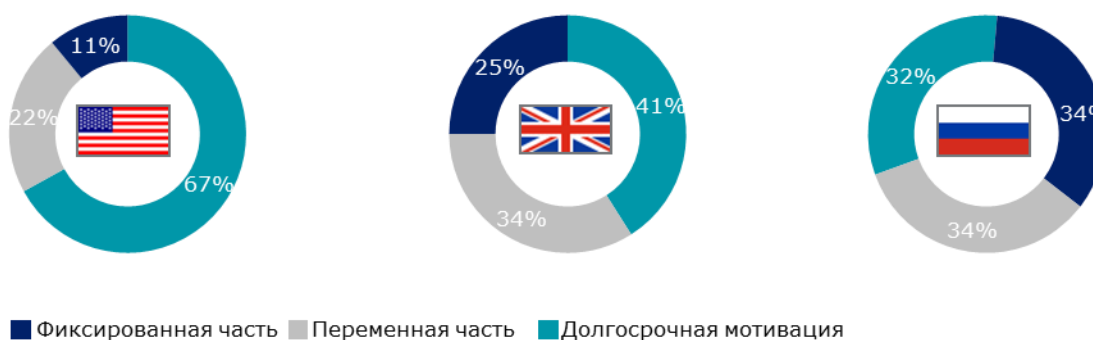
Внедрение механизмов долгосрочной мотивации направлено на повышение заинтересованности руководства в долгосрочном и устойчивом процветании компании, на обеспечение согласованности его действий с целями акционеров и инвесторов, а также на привлечение и удержание высококвалифицированных сотрудников.

В зарубежных компаниях доля долгосрочного вознаграждения в составе компенсационного пакета руководителей высшего звена может достигать 70% (США)⁵⁶. В ведущих российских компаниях наблюдается тенденция к росту данного показателя, что соответствует мировой практике. За последние годы доля долгосрочного вознаграждения в компенсационном пакете руководителей российских компаний выросла с 10% до приблизительно 30% (Рисунок 18).

⁵⁵ Анализ «Делойта»

⁵⁶ Материалы сайта towerswatson.com

Рисунок 18. Структура компенсационного пакета руководителей высшего звена в разных странах⁵⁷



К наиболее распространенным механизмам долгосрочной мотивации, используемым в российской и зарубежной практике, относят:

1. **Классические опционные программы** — предполагают предоставление сотруднику права на выкуп определенного количества акций по фиксированной на дату принятия решения о вознаграждении цене через определенное время в будущем (в среднем через три-пять лет).
2. **Вознаграждение фантомными опционами** — предполагает присвоение сотруднику условной доли в капитале компании и предоставление права на получение вознаграждения в денежной форме, равного либо полной стоимости доли на момент выдачи вознаграждения, либо приросту ее стоимости за время действия программы.
3. **Вознаграждение акциями** — предполагает безвозмездную передачу акций компании, либо предоставление права на их покупку по цене с дисконтом по отношению к рыночной стоимости акций. При этом получение вознаграждения может быть ограничено определенными условиями: сотрудник должен проработать в компании определенное время или достичь установленных целевых показателей.

Важно

Классические опционные программы отличаются от программ вознаграждения акциями с ограничениями (*Restricted Stock Units, RSU*) в основном моментом перехода прав на акции к участникам программы. Вознаграждение классическими опционами предусматривает переход прав на акции по истечении определенного опционной программой периода, вознаграждение *RSU* — в самом начале реализации программы, но с обременением до окончания срока ее действия.

В российских технологических компаниях наибольшую популярность приобрели вознаграждение акциями и классические опционные программы, в США — вознаграждение опционами. Применение фантомных опционов ограничивается необходимостью денежных выплат сотрудникам, что снижает привлекательность их использования в качестве инструмента мотивации на ранних стадиях жизненного цикла инновационных компаний, когда денежные поступления незначительны и их целесообразнее направлять на дальнейшее развитие бизнеса.

⁵⁷ Анализ «Делойта», материалы сайта towerswatson.com, исследование МГУ «Долгосрочная мотивация органов управления крупных компаний с государственным участием» при поддержке Росимущества и «ВТБ Капитал»

Наиболее популярные программы долгосрочной мотивации, применяемые в США, Великобритании и России, представлены ниже (Таблица 10).

Таблица 10. Наиболее популярные программы долгосрочной мотивации в разных странах⁵⁸

США	Великобритания	Россия
План владения акциями — <i>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</i>	План владения акциями — <i>Share Incentive Plan (SIP)</i>	План владения акциями — <i>Employee Stock Ownership Plan (ESOP)</i>
Квалифицированные опционные программы — <i>Incentive Stock Option Plan (ISOP)</i>	Квалифицированные опционные программы — <i>Company Share Option Plan (CSOP)</i> и <i>Enterprise Management Incentive (EMI)</i>	Фантомные акции и программы, подразумевающие выплату суммы прироста курсовой стоимости пакета акций — <i>Stock Appreciation Right (SAR)</i>
Неквалифицированные опционные программы — <i>Non-qualified Stock Option Plan (NSOP)</i>	Неквалифицированные опционные программы — <i>Unapproved Share Option Plan</i>	Вознаграждение акциями с ограниченным правом распоряжения — <i>Restricted Stock Units (RSU)</i>
План по покупке акций сотрудниками — <i>Employee Stock Purchase Plan (ESPP)</i>	Сберегательная опционная программа — <i>Savings-Related Share Option Scheme, Save As You Earn (SAYE)</i>	Опционные программы
Пенсионный план 401 (k) — комбинация планов <i>ESOP</i> и <i>ESPP</i>		

Более подробно механизмы реализации перечисленных в таблице программ долгосрочной мотивации рассмотрены ниже.

План владения акциями (*Employee Stock Ownership Plan (ESOP)* в США и *Share Incentive Plan (SIP)* в Великобритании).

В международной практике план осуществляется следующим образом: компания вносит свое имущество (акции или денежные средства) в траст и распределяет его по личным счетам сотрудников. Внесенный капитал может быть увеличен компанией либо сотрудниками самостоятельно.

ESOP — пенсионная программа. Пока сотрудники работают в компании, они не могут свободно продавать свои акции. Получение акций и права распоряжения ими по законодательству США возможно только после выхода сотрудника на пенсию или по причине его смерти; в последнем случае имущество и права на него переходят к наследникам по завещанию или по закону. В Великобритании сотрудники могут получить вознаграждение также в случае увольнения (независимо от его причин).

Акции накапливаются на счетах конкретного работника в течение определенного трастовым договором периода времени (обычно это десять лет). Зачисление акций на счет осуществляется по формуле, учитывающей величину заработной платы и стаж работы в компании. Сотрудники, получившие акции, могут иметь или не иметь право голоса по ним в зависимости от установленных условий.

⁵⁸ Анализ «Делойта», исследование МГУ «Долгосрочная мотивация органов управления крупных компаний с государственным участием» при поддержке Росимущества и ВТБ Капитал

Согласно описанным выше компенсационным планам налоговые льготы распространяются как на участников мотивационной программы, так и на компании их применяющие: в США до 25% от суммы вклада компании в компенсационный план признается вычетом из налоговой базы по налогу на прибыль, в Великобритании — до 100%.

К недостаткам ESOP можно отнести относительную сложность их структурирования (создание траста) и риски, связанные с появлением новых акционеров компании в лице ее сотрудников.

В России планы владения акциями обычно структурируются с использованием дочерних компаний или через закрытый паевой инвестиционный фонд (ЗПИФ). Механизмы реализации программы с помощью ДЗО и ЗПИФ представлены в разделе «Структурирование мотивационных программ».

Пенсионный план 401 (к) является комбинацией *ESOP* и *SIP*. Согласно плану 401 (к) работники могут вносить на свои личные накопительные пенсионные счета часть зарплаты до уплаты подоходного налога. На те же счета в добровольном порядке могут вносить средства и работодатели, такие платежи также не облагаются налогом. Доля взносов работодателей колеблется от 25 до 75% накопленных средств участников программы. Участники могут выбирать объекты, в которые инвестируются их накопления: в инвестиционные фонды, сотрудничающие с работодателем, в акции, облигации, либо оставлять накопленные средства на счетах. В некоторых случаях работодатель «по умолчанию» инвестирует часть накопленных средств сотрудника в собственные акции.

Квалифицированные опционные программы (*Incentive Stock Options (ISO)* в США и *Company Share Option Plan (CSOP)* в Великобритании).

Механизм реализации квалифицированных опционных программ заключается в следующем: руководство компании предоставляет сотруднику право купить определенное количество акций по фиксированной цене в будущем. В процессе разработки программы устанавливаются максимальный срок исполнения опциона, как правило, он составляет 10 лет, и минимальный срок моратория на его исполнение (обычно три года), обеспечиваются равные права всех участников, цена исполнения опциона устанавливается не ниже текущей рыночной стоимости акций.

Квалифицированные опционные программы должны соответствовать определенным требованиям⁵⁹, в том числе:

- опционные права предоставляются только сотрудникам;
- сотрудник должен использовать опционное право в течение определенного срока после увольнения, за исключением случаев, связанных с нетрудоспособностью и смертью;
- цена реализации опционного права должна быть не менее рыночной стоимости акций (*fair market value*) на момент предоставления права.

В Великобритании разработан более гибкий вариант опционной программы — Enterprise Management Incentive (EMI). Данная программа позволяет установить в опционном договоре цену приобретения акций по опциону ниже текущей рыночной стоимости акций.

⁵⁹ Материалы сайта orrick.com

К преимуществам программ может отнести относительную легкость их структурирования и возможность получения компанией налоговых льгот в виде вычета из налоговой базы по налогу на прибыль сумм, потраченных на покупку акций для реализации опционных программ. Основным недостатком всех программ по предоставлению сотруднику прав на получение или приобретение акций компании является риск размытия доли существующих акционеров.

Неквалифицированные опционные программы (*Non-qualified Stock Option Plan (NSO)* в США и *Unapproved Share Option Plan (USOP)* в Великобритании).

Механизм реализации неквалифицированных опционных программ аналогичен квалифицированным. При вознаграждении сотрудников с применением неквалифицированных опционных программ, требования, установленные в отношении *ISO*, не подлежат обязательному выполнению.

К недостаткам программ относится отсутствие налоговых льгот. Преимуществами является свобода установления параметров программы в соответствии с индивидуальными потребностями бизнеса. Например, цена исполнения опциона может быть установлена как выше, так и ниже рыночной стоимости акций, также можно выпустить опционы с использованием скользящей шкалы цены исполнения опциона.

Сберегательные опционные программы (*Employee Stock Purchase Plan (ESPP)* в США и *Savings-Related Share Option Scheme, Save As You Earn (SAYE)* в Великобритании).

Механизм реализации сберегательных программ заключается в следующем: из выплачиваемого сотрудникам вознаграждения после вычета налогов компания удерживает определенную сумму, подлежащую накоплению. По истечении установленного программой срока ее участники могут воспользоваться накопленными сбережениями для покупки акций компании по цене ниже рыночной (в США с дисконтом до 15%, в Великобритании — до 20%). В Великобритании по окончании срока сбережения на сумму накопленных средств начисляется доход, не подлежащий налогообложению.

Пример

Использование SAYE

Длительность программы — три года.

Сумма сбережений в месяц — 100 долл.

Справедливая рыночная стоимость акций на дату введения программы — 12.5 долл.

Цена исполнения опциона — 10 долл. (с учетом дисконта к рыночной стоимости акций — 20%).

Сбережения с учетом процентов по истечении срока действия программы (три года) — 3 800 долл.

Справедливая рыночная стоимость акций на дату окончания программы — 20 долл.

Количество акций, которые может приобрести работник — **380 акций**.

Право на получение прироста курсовой стоимости акций (*Stock Appreciation Rights (SAR)*).

Данная программа предполагает вознаграждение сотрудника пакетом фантомных акций и предоставление ему права в конце определенного периода получить денежный

эквивалент разницы между стоимостью акций на момент утверждения программы и их текущей рыночной стоимостью.

Преимуществами данной программы являются отсутствие риска размытия долей существующих акционеров и получение компанией права на вычет из налогооблагаемого дохода суммы в размере полученного сотрудниками дохода. К недостаткам относится необходимость денежных выплат сотрудникам, что уменьшает прибыль компании.

Вознаграждение акциями с ограниченным правом распоряжения (*Restricted Stock Units (RSU)*).

Данная программа подразумевает вознаграждение сотрудника акциями с ограничениями, накладываемыми на право распоряжения ими: сотрудник получает права на акции только при достижении определенных целевых показателей или по прошествии определенного периода времени (как правило, два-пять лет).

Итоговый выбор инструмента долгосрочной мотивации определяется наличием финансовых ресурсов у компании и приемлемым уровнем риска размытия долей основателя и инвесторов.

Компенсационный пакет инновационной компании изменяется в зависимости от стадии ее жизненного цикла. Анализ российской и зарубежной практики показал, что если на начальных этапах (на посевной стадии и стадии «стартап») инновационные компании, как правило, предлагают особо ценным сотрудникам помимо зарплаты, долю в бизнесе⁶⁰, то на более поздних стадиях мотивационная программа усложняется: появляется дифференциация механизмов мотивации — сотрудникам разного уровня предлагаются различные компенсационные пакеты, начинают применяться более сложные инструменты долгосрочной мотивации, например, сберегательные программы, фантомные опционы, вознаграждение акциями с ограниченным правом распоряжения (Рисунок 19).

Посевная и стадия «стартап»:

- обычно структурированная мотивационная программа отсутствует, иногда предусматривают в среднем от 5 до 20% акций/долей компании на долгосрочную мотивацию (вознаграждение акциями или классическими опционами);
- зарплата сотрудников инновационной компании, как правило, ниже, чем в среднем по рынку.

Ранний рост и расширение:

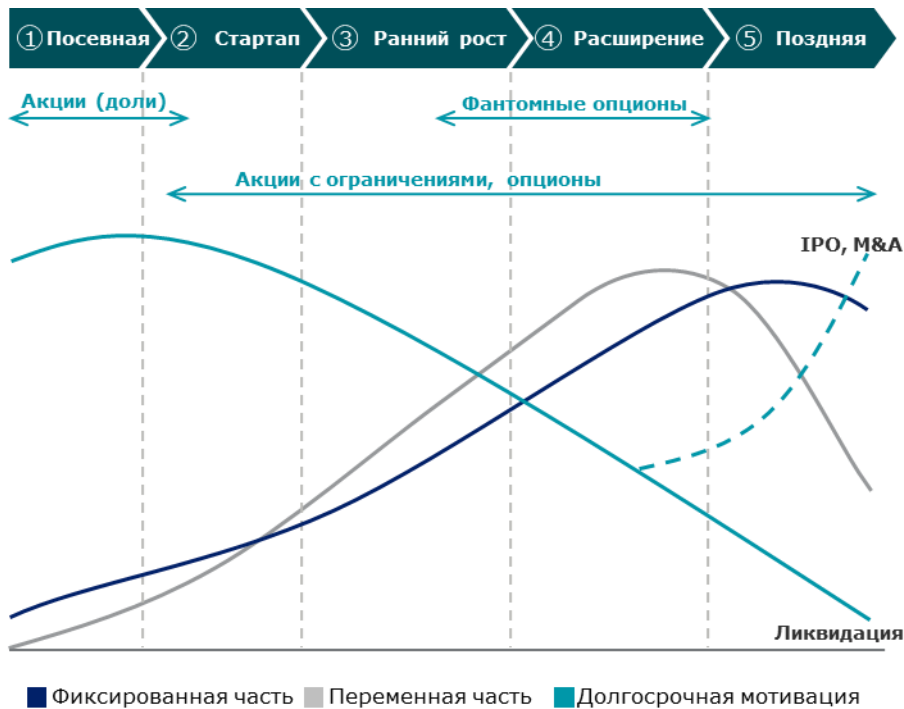
- разрабатывается и утверждается мотивационная программа, заключаются опционные соглашения с сотрудниками;
- растут доли фиксированной и переменной частей в компенсационном пакете: размер заработной платы приближается к среднерыночным значениям, вводится система премирования, как правило, основанная на выполнении КПЭ;
- долгосрочную мотивацию целесообразно предоставлять избирательно — ключевым членам команды и высокооплачиваемым специалистам, а также устанавливать условия получения вознаграждения — вестинг (механизм отложенного получения опциона, подразумевающий работу в компании в течение определенного периода) и/или выполнение КПЭ. Во избежание размытия долей основателей и инвесторов могут применяться фантомные опционы.

⁶⁰ Материалы сайта the-village.ru

Поздняя стадия:

- при ликвидации компании мотивационные программы могут быть сокращены в рамках общей политики снижения издержек. При этом до непосредственной ликвидации компании в английском праве предусмотрена возможность исполнения опционов сотрудниками. В российском праве возможность получения долгосрочного вознаграждения маловероятна, так как обычно программы долгосрочной мотивации структурируются компаниями с использованием иностранных юрисдикций;
- для повышения заинтересованности менеджмента инновационной компании в эффективном выходе на IPO или в успешном проведении сделки по слиянию или поглощению (M&A) рекомендуется использовать в качестве инструмента мотивации программы вознаграждения опционами, способствующие концентрации усилий руководства на росте стоимости акций компании.

Рисунок 19. Изменение составляющих компенсационного пакета в зависимости от стадии жизненного цикла инновационной компании⁶¹



Критерии реализации мотивационных программ

К основным условиям вознаграждения сотрудников инструментами долгосрочной мотивации относятся:

1. Работа сотрудника в компании на протяжении определенного периода времени.

Данное условие реализуется при помощи вестинга — механизма отложенного получения опциона. Смысл использования вестинга состоит в мотивации сотрудников на длительную работу в компании, для чего в условиях вестинга опциона оговаривается, что в случае ухода из компании до окончания мотивационной программы сотрудник либо не получает вознаграждение, либо получает только его часть. Все условия вестинга в зарубежных

⁶¹ Анализ «Делойта»

компаниях должны быть прописаны в опционных соглашениях с сотрудниками. В российском праве отсутствуют положения, которые позволили бы юридически закрепить механизм вестинга опциона.

В Кремниевой долине стандартный срок вестинга составляет четыре года с клиффом⁶² в один год (то есть в течение первого года сотрудник не получает вознаграждения). Через год сотруднику выдается 25% опциона, оставшиеся 75% он получает ежемесячно в течение последующих трех лет.

2. Достижение заранее установленных КПЭ

Показатели, включаемые в систему КПЭ, должны мотивировать сотрудников на достижение целей компании на каждом этапе ее жизненного цикла. Для этого система ключевых показателей и вес различных показателей в итоговой оценке, определяющей размер вознаграждения сотрудника, должны корректироваться в соответствии с изменением основных целей.

Если на начальных этапах развития компании в системе КПЭ сотрудников преобладают операционные показатели (рост доли рынка, объем продаж, количество привлеченных клиентов и т. п.), то с переходом на более поздние стадии растет доля показателей, характеризующих финансовую эффективность деятельности (Рисунок 20).

Рисунок 20. Цели компании и соответствующие им КПЭ на различных стадиях ее жизненного цикла⁶³

	① Посевная	② Стартап	③ Ранний рост	④ Расширение	⑤ Поздняя (Выход)
Цели	Создание продукта	Выход на рынок	Рост бизнеса	<ul style="list-style-type: none"> Рост бизнеса Снижение затрат и рост доходов 	<ul style="list-style-type: none"> Снижение затрат и рост доходов Эффективный выход (IPO, M&A)
Примеры КПЭ	Нет разработанной системы КПЭ	<ul style="list-style-type: none"> Размер привлеченных инвестиций Количество привлеченных клиентов Индекс удовлетворенности клиентов Затраты на НИОКР Затраты на исследование рынка 	<ul style="list-style-type: none"> Размер привлеченных инвестиций Количество привлеченных клиентов Рост продаж Рост доли рынка Затраты на развитие бизнеса 	<ul style="list-style-type: none"> Рост продаж Число продуктов, выведенных на рынок Рост доли рынка EBITDA Совокупные затраты Показатели рентабельности Показатели ликвидности 	<ul style="list-style-type: none"> EBITDA Совокупные затраты Показатели рентабельности Показатели ликвидности EVA Затраты на подготовку выхода (IPO, M&A)

Эффективная система КПЭ характеризуется тем, что оцениваемые показатели отражают результаты работы сотрудников, а не усилия по их достижению, напрямую зависят от действий сотрудника и соответствуют принципу *SMART*.

Смысл соответствия принципу *SMART* заключается в том, что показатели должны отвечать следующим требованиям:

- *S — specific, significant, stretching* — конкретные, значительные

Показатели должны быть понятными и конкретными, что определяется однозначностью их восприятия теми, для кого они предназначены.

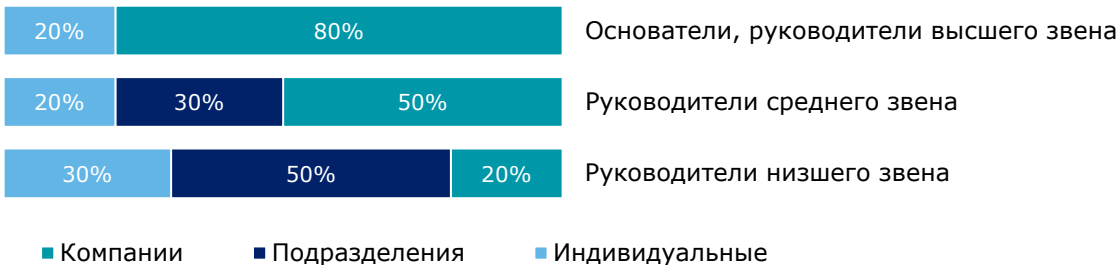
⁶² Cliff — период, по истечении которого сотрудник получает накопленный им объем акций

⁶³ Анализ «Делойта», материалы сайта startupoar.com

- М — *measurable, meaningful, motivational* — измеримые, значимые, мотивирующие.
Показатели должны поддаваться оценке и сравнению.
- А — *attainable, agreed upon, achievable, acceptable, action-oriented* — достижимые, согласованные, ориентированные на конкретные действия
Показатели должны быть достижимыми с точки зрения внешней среды и внутренних ресурсов, которыми располагает компания.
- R — *realistic, relevant, reasonable, rewarding, results-oriented* — реалистичные, уместные, полезные и ориентированные на конкретные результаты
Показатели должны быть реалистичными и уместными в данной ситуации, соотноситься с другими целями и приоритетами компании и не противоречить друг другу.
- Т — *time-based, timely, tangible, trackable* — должен быть установлен срок достижения показателей.

Методика определения размера вознаграждения на основе КПЭ должна различаться в зависимости от уровня руководителей и соответствовать их функционалу и спектру решаемых задач. Примерное соотношение КПЭ разного уровня, используемое на практике при построении системы вознаграждения руководителей, представлено ниже (Рисунок 21).

Рисунок 21. Соотношение разного уровня показателей эффективности в итоговой оценке руководителей компании⁶⁴



Для руководителей высшего звена наибольший вес в суммарной оценке, определяющей размер вознаграждения, должны иметь показатели, характеризующие эффективность деятельности всей компании. Чем ниже уровень руководителя в иерархии, тем меньше его влияние на КПЭ компании и, соответственно, тем меньше доля таких показателей в интегральной оценке его эффективности.

Структурирование мотивационных программ

Отсутствие соответствующих правовых инструментов для структурирования программ долгосрочной мотивации в российском законодательстве приводит к тому, что многие российские компании вынуждены применять искусственные и громоздкие правовые конструкции с включением организаций-нерезидентов для осуществления мотивационных программ.

⁶⁴ Анализ «Делойта», материалы сайта startupproar.com

Для реализации мотивационных программ, как правило, используются компании специального назначения (*SPV*). Структурирование программ включает следующую последовательность действий:

1. Создается компания специального назначения (*SPV*).
2. В адрес *SPV* передается имущество (акции, денежные средства), предназначенное для использования в программе.
3. Между компанией — организатором программы, в роли которой, как правило, выступает холдинговая компания группы, *SPV* и сотрудниками, участвующими в программе, заключается соглашение, определяющее условия программы: при наступлении каких событий, в какой срок и на каких условиях участникам предоставляется право на получение вознаграждения.

На практике, для регистрации *SPV* используются низконалоговые юрисдикции, поскольку:

- в таком случае, как правило, не возникает негативных налоговых последствий ни на уровне организатора программы, ни на уровне *SPV*, которые могли бы возникнуть в случае регистрации *SPV* в других юрисдикциях (например, в результате получения *SPV* акций от организатора программы или в результате реализации *SPV* акций в адрес участников программы);
- налоговые последствия, возникающие при реализации программы, не зависят от наличия соглашения об избежании двойного налогообложения с государством, в котором зарегистрирована *SPV*, так как:
 - при транзакциях с *SPV* не возникает двойного налогообложения;
 - не предполагается осуществление выплат в адрес *SPV*, которые могли бы облагаться налогом у источника выплаты;
- для структурирования мотивационных программ в низконалоговых юрисдикциях используются положения английского права;
- низконалоговые юрисдикции, как правило, предусматривают относительно простые требования с точки зрения регистрации, ведения учета и предоставления отчетности.

С вовлечением дополнительных организационно-правовых форм обычно реализуются следующие мотивационные программы:

1. Планы владения акциями (*ESOP, ESPP, SIP*) — с привлечением траста, в котором происходит накопление акций участников мотивационной программы (Рисунок 22).
2. *ESOP, Savings-Related Share Option Scheme, SAYE* — с привлечением банковской или сберегательной организации, осуществляющей начисление дохода на акции или денежные средства, которые были переданы в рамках программы сотрудникам (Рисунок 23).
3. Опционные программы, программы премирования акциями или денежным эквивалентом их стоимости (прироста стоимости) — осуществляются с использованием дочерней компании (Рисунок 24).

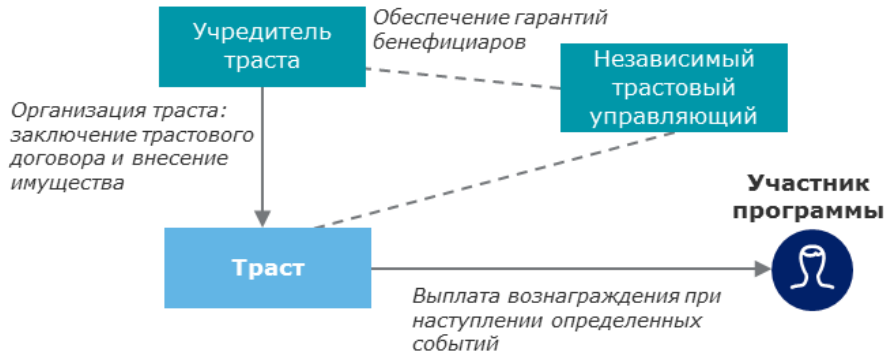
Использование траста

В целях структурирования мотивационной программы учредитель создает траст в иностранной юрисдикции (в российском законодательстве отсутствует концепция траста), передает на его баланс на определенных в трастовом договоре условиях имущество, которое подлежит последующей передаче бенефициарам. Управление трастом осуществляется независимой компанией-управляющим.

Учредитель обеспечивает гарантии бенефициаров путем заключения опционных соглашений.

При наступлении определенных событий, установленных в трастовом договоре, управляющий выплачивает вознаграждения бенефициарам.

Рисунок 22. Использование траста для структурирования мотивационных программ⁶⁵



Использование ЗПИФ

Для реализации мотивационной программы компания учреждает закрытый паевой инвестиционный фонд, в который вносятся акции или денежные средства для вознаграждения сотрудников. Программой мотивации могут быть также предусмотрены взносы и со стороны ее участников (например, при использовании *ESOP*). Между компанией — учредителем ЗПИФ, управляющей компанией фонда и участниками программы заключаются договоры, обеспечивающие продажу акций или денежные выплаты при реализации программы.

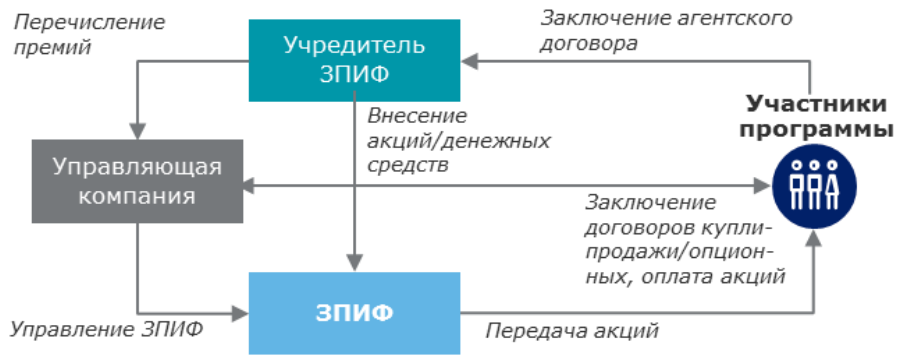
Обычно реализация мотивационных программ через закрытый паевой инвестиционный фонд применяется компаниями, которые не могут структурировать вознаграждение через трасты или дочерние компании в силу юридических или налоговых ограничений (в частности, в связи с проводимой государством политикой деофшоризации).

Использование ЗПИФ в российском праве имеет некоторые особенности, ограничивающие его применение. Так, например:

- сотрудника, который стал участником ЗПИФ, невозможно лишить пая;
- при прекращении деятельности ЗПИФ паи выплачиваются только в виде денежной компенсации, вознаграждение акциями потребует создания дополнительных правовых конструкций;
- возникает необходимость уплаты налогов и несения расходов по управлению ЗПИФ (вознаграждения управляющей компании, специализированного депозитария, оценщика имущества, аудитора, регистратора и т. п.).

⁶⁵ Анализ «Делойта»

Рисунок 23. Использование ЗПИФ для структурирования мотивационных программ⁶⁶



Использование дочерней компании

При использовании дочерней компании для структурирования мотивационной программы опционы выдаются на приобретение акций нерезидентной компании, являющейся дочерней по отношению к российской компании, в которой трудоустроены работники. Структурирование мотивационной программы основывается на нормах законодательства того государства, в котором зарегистрировано юридическое лицо, чьи акции будут переданы сотрудникам в рамках долгосрочной программы мотивации.

Рисунок 24. Использование дочерней компании в зарубежной юрисдикции для структурирования мотивационных программ⁶⁷



Выбор схемы структурирования мотивационной программы должен быть основан на тщательном анализе юридических рисков и налоговых последствий как для работодателя, так и для сотрудников, участвующих в программе. Анализ рекомендуется проводить с привлечением профессиональных консультантов в области налогообложения и специалистов по российскому и иностранному праву.

Сравнение базовых характеристик схем структурирования мотивационных программ представлено ниже (Таблица 11).

Таблица 11. Сравнительный анализ использования различных схем структурирования мотивационных программ⁶⁸

Характеристики	ЗПИФ	Траст	Дочерняя компания
Используемое право	Российское	Английское	Российское/зарубежное
Возможность вознаграждения акциями	Нет, требует дополнительных конструкций	Есть	Есть
Возможность использования вестинга	Нет	Есть	Есть при структурировании в зарубежном праве

⁶⁶ Анализ «Делойта»
⁶⁷ Анализ «Делойта»
⁶⁸ Анализ «Делойта»

Характеристики	ЗПИФ	Траст	Дочерняя компания
Сложность и затраты на структурирование программы	Высокие	Высокие	Средние

Участие сотрудников управляющей компании в мотивационных программах портфельной компании

Система мотивации сотрудников управляющей компании фонда должна способствовать повышению их заинтересованности в росте стоимости портфельных компаний под их управлением.

Для достижения данной цели могут быть использованы следующие инструменты:

- внедрение программ мотивации, предполагающих инвестирование определенного процента от совокупного годового дохода сотрудника управляющей компании в проекты портфельной компании или ее акции;
- разработка программы мотивации портфельных управляющих, основанной на вознаграждении опционами, условием исполнения которых является достижение портфельными компаниями установленных КПЭ;
- внедрение в портфельной компании программы мотивации, предполагающей выплату вознаграждения членам ее совета директоров (в состав которого, как правило, входят представители УК) при положительной динамике ее стоимости.

Система мотивации работников управляющей компании (далее — УК), как правило, включает следующие основные блоки:

1. **Базовая краткосрочная мотивация** — состоит из постоянной части (оклад, надбавки и доплаты согласно действующему законодательству) и переменной части — краткосрочное премирование, основанное на выполнении КПЭ.
2. **Дополнительная краткосрочная мотивация** — состоит из премий и/или бонусов по решению руководящего органа УК, направленных на поощрение участия сотрудников в развитии УК.
3. **Долгосрочная мотивация в форме вознаграждения за получение дохода от успешного инвестирования** — вознаграждение сотрудников за количество заключенных сделок и поддержку в управлении портфельными компаниями за рамками своего мандата⁶⁹.
4. **Долгосрочная мотивация в форме опционной программы** — предполагает предоставление сотрудникам права на приобретение долей в уставном капитале УК в целях обеспечения их максимальной заинтересованности в повышении эффективности деятельности УК в целом.
5. **Долгосрочная мотивация в форме соинвестирования в портфельные компании** и/или вознаграждение опционами портфельных компаний — предполагает, что ключевые сотрудники УК (портфельные управляющие) инвестируют собственные средства в портфельные компании либо получают опционы или акции компаний в качестве инструмента долгосрочной мотивации.

⁶⁹ Полномочия по управлению активами

Пример

Вознаграждения в венчурных фондах

Вознаграждение сотрудников венчурных фондов в США, как правило, включает три составляющие:

- заработная плата;
- бонусы, в том числе бонус за поиск и реализацию инвестиционных возможностей;
- *carry, carried interest* — процент от прибыли фонда в результате успешных инвестиций.

Зарплата и бонусы сотрудникам венчурного фонда выплачиваются из ежегодной платы за управление (*management fee*), составляющей 1–2% от капитала фонда.

Величина и структура компенсационного пакета зависят от должности сотрудника. Средние показатели по США находятся в следующих пределах⁷⁰:

- **аналитик**: зарплата — 60–80 тыс. долл., бонус — 25–50 тыс. долл.;
- **ассоциат**: зарплата — 90–130 тыс. долл., бонус — 30–70 тыс. долл.;
- **вице-президент**: зарплата — 200–250 тыс. долл., бонус и доля в прибыли фонда (*carry*) — до 1 млн долл.;
- **младший партнер**: зарплата — 400–600 тыс. долл., бонус и *carry* — 1–2 млн долл.;
- **старший партнер**: зарплата — ~1 млн долл., бонус и *carry* — 3–9 млн долл.

Программа мотивации в АФК «Система»

В 2016 году Совет директоров компании принял программу мотивации, направленную на сближение интересов высшего руководства и акционеров. Программа, в которую вовлечены пять портфельных управляющих и шесть функциональных руководителей корпорации, предполагает их участие в капитале компании. Портфельные менеджеры должны инвестировать в проекты АФК «Система» определенный процент от совокупного годового дохода (зарплата и бонус). При желании менеджер может инвестировать и больше.

Примеры используемых компаниями механизмов мотивации

Большинство инновационных компаний на ранних стадиях своего развития используют механизмы, способствующие повышению заинтересованности своих сотрудников в эффективной и долгосрочной работе в компании, направленной на ее рост.

Примеры механизмов мотивации, используемых российскими и зарубежными стартапами, представлены ниже⁷¹:

- **Geofeedia** — компания-разработчик программной платформы, обеспечивающей доступ к открытой информации из социальных сетей широкому кругу клиентов.

Вознаграждение сотрудников:

- конкурентоспособная зарплата (около 95 тыс. долл. в год) для программистов;

⁷⁰ Материалы сайтов wallstreetoasis.com, mbacrystalball.com

⁷¹ Материалы сайтов tech.co, iamstartup.ru, vc.ru

- социальный пакет, включающий различные виды страхования сотрудников;
- опционные программы — все сотрудники владеют долями компании.
- **Buddytruk** — компания-разработчик мобильного приложения, позволяющего пользователю найти по соседству грузовик с водителем для небольших перевозок.
Вознаграждение сотрудников: опционы для всех сотрудников с условием вестинга — наступление определенной даты или событий.
Кроме того, ежемесячно команда проекта устанавливает цели по сделкам, при достижении которых все сотрудники получают бонус. Цели устанавливаются всей командой, а не исключительно руководством.
- **Copiny** — компания-разработчик сервиса поддержки клиентов в Интернете и социальных медиа.
Вознаграждение сотрудников: зарплата и опционная программа (на вознаграждение зарезервировано 10% от доли компании).
Условия вестинга опционов:
 - для разработчиков — время работы в компании (обычно три-четыре года, в течение которых они получают свою долю равными частями);
 - для тех, кто связан с продажами — выполнение плана продаж: при выполнении 80% плана сотрудник получает 80% доли опциона, 90% плана — 90% доли, при выполнении и перевыполнении плана — 100%, если план выполнен на 70% — сотрудник не получает опцион.
- **Radario** — компания, специализирующаяся на разработке и реализации программных решений для продажи билетов.
Вознаграждение сотрудников: внутрикорпоративная валюта — «радарики». Начисляются: при приеме, за каждые полгода работы в компании, за активное участие в развитии, новых идеях/субпроектах, за усердие в реализации своих задач, за переработки, за привлечение в компанию достойного сотрудника и т. п. Не конвертируется в деньги, но ими можно оплачивать различные товары и услуги, например, абонемент на фитнес, книги, развлечения, обучение и т. п.

4.2. Стратегия и тактика выхода на зарубежные рынки

Стимулы выхода на международный рынок

Многие компании планируют осуществлять выход на международный рынок с момента основания проекта. В каждом отдельном случае причины могут быть различными, но основным стимулом чаще всего является несоответствие потенциала местного рынка потенциалу компании.

Теоретически все стимулы можно разделить на две ключевые группы: макросреда (на основе PEST-анализа⁷²) и микросреда. К макросреде относятся политическая ситуация, экономические условия, социокультурные факторы, доступ к инновационным технологиям. К микросреде — цели компании и размер рынка.

Для компаний большое значение имеет **макросреда**, в которой они ведут свою деятельность. Макросреда определяет не только уровень спроса и конкуренции, но и такие параметры, как:

- стабильность и благоприятность экономических условий (налоговая политика: льготы, программы поддержки малого бизнеса, возможность привлечения инвестиций);
- простота и прозрачность ведения бизнеса (низкий уровень бюрократии и отсутствие коррупции);
- политическая стабильность;
- культура населения, определяющая модели поведения и привычки, формирующие спрос на товары и услуги.

Стимулы в **микросреде** подразделяются на внешние (все, что связано с рынком) и внутренние (все, что связано с целями и планами компании). Анализ рынка и оценка его потенциала выполняются на ранних стадиях жизненного цикла компании. При создании компании спрос на внутреннем рынке может быть ограниченным в связи с особенностями предпочтений потребителей или не востребованностью продукции в стране. Однако в других странах данный рынок может активно развиваться и обладать значительным потенциалом. В такой ситуации реализацию проекта необходимо осуществлять первоначально на международном рынке. Зачастую компания уже успешно работает на внутреннем рынке, ее продажи стабильны, и она стремится выйти на зарубежный рынок для расширения своего бизнеса. Другими причинами выхода компании на зарубежный рынок являются потребность в профессиональных кадрах и стремление к укреплению репутации (Таблица 12).

Таблица 12. Стимулы выхода компании на зарубежные рынки

Макросреда (PEST-анализ)	
Стабильная политическая ситуация	Налоговая политика: льготы, программы поддержки малого бизнеса

⁷² PEST-анализ — это маркетинговый инструмент, предназначенный для выявления политических (*Political*), экономических (*Economic*), социальных (*Social*) и технологических (*Technological*) аспектов внешней среды, которые влияют на деятельность компании.

Макросреда (PEST-анализ)	
	Государственные программы, направленные на развитие международной торговли
Благоприятные экономические условия	Возможность привлечения инвестиций Стабильность курса валюты
Необходимые социокультурные факторы	Привычки и культурные особенности населения: нормы поведения, табу Численность населения, половозрастная структура Уровень образования и образ жизни
Доступ к инновационным технологиям	Развитая стартап-культура Развитое инновационное сообщество, в том числе взаимодействие университетов, компаний, государства
Микросреда	
Внутренняя среда: цели компании	Расширение действующего предприятия и сфер его деятельности Уникальность продукта Необходимость формирования и укрепления имиджа компании Развитие экономических связей и поиск кадров
Внешняя среда: размер рынка	Перенасыщение текущего рынка Низкий спрос на текущем рынке Сезонность продаж Серьезная конкуренция

При определении целей выхода на международный рынок необходимо правильно оценить и предупредить возможные риски:

- кадровые риски:
 - риски, связанные с поиском квалифицированных менеджеров и специалистов в целевой стране;
 - недостаток компетенций и опыта у основателя;
- риски, связанные с ошибочной оценкой потенциального рынка, потребителей и ниши;
- нехватка ресурсов в результате проведения ошибочной оценки потребностей:
 - мощности;
 - кадров;
 - финансовых средств;
- валютные риски;
- законодательные риски;
- языковой барьер;
- культурные различия.

Подходы и методы, используемые на внутреннем рынке, могут оказаться неэффективными за рубежом. Ключевым механизмом минимизации данных рисков являются последовательный анализ и детальная разработка стратегии выхода компании на международные рынки.

Ключевые шаги для определения потенциала проекта и разработки стратегии выхода на международные рынки

В условиях глобализации компании стремятся к постоянному развитию и расширению своей деятельности. Выход на международные рынки является важным этапом развития инновационных стартапов. Формирование стратегии выхода на международный рынок требует проведения детального сбора и анализа информации для понимания целевой аудитории, ее потребностей, оптимальных каналов сбыта и подходящей ниши на рынке. Первым этапом разработки стратегии является определение целей и оценка ресурсных возможностей компании. На втором этапе проводится анализ международных рынков, на основе которого отбираются и детально изучаются один–три потенциальных рынка. При этом необходимо принять во внимание такие факторы, как мировые тренды, потребности рынка и макросреда потенциальной страны. На данном этапе важно оценить наличие спроса и товаров-заменителей на рынке, определить специфику рынка и потребности клиентов. Полученные результаты позволят четко определить свою нишу и выстроить стратегию продаж. Также необходимо выбрать оптимальный механизм выхода на международный рынок и разработать бизнес-модель (Таблица 13).

Таблица 13. Ключевые шаги для определения международного потенциала проекта (продукта) и разработки стратегии выхода на международные рынки

№ этапа	Название этапа	Цель этапа	Ключевые вопросы на каждом этапе
1	Определение целей и возможностей	Сопоставление цели выхода на международный рынок с миссией и стратегией компании, потенциальных затрат с существующей и возможной ресурсной базой	<ul style="list-style-type: none"> Какие цели компания преследует при выходе на международный рынок? Имеется ли у компании ресурсная база для проведения маркетингового исследования и разработки стратегии выхода на международный рынок? Имеются ли у компании ресурсы или возможность их привлечения для реализации стратегии выхода на международный рынок?
2	Анализ международных рынков	Определение нескольких потенциальных рынков для более детального изучения	<ul style="list-style-type: none"> Актуальна ли на другом рынке та проблема, которую собирается решать компания? Каков объем спроса на международных рынках? Каковы специфические характеристики продукта, определяющие спрос на него? Что представляет собой рынок? Какие тренды наблюдаются в отрасли? Есть ли у российских конкурентов доступ на международный рынок? Сколько игроков присутствует на данных рынках и какова их доля? Каковы основные факторы развития рынка? Каковы ключевые факторы, препятствующие выходу на рынок?
3	Анализ потенциальных рынков	Определение своей ниши на потенциальных рынках	<ul style="list-style-type: none"> Каковы конкурентные предложения зарубежных компаний? Каковы потребности клиентов? В чем заключаются особенности их потребностей? Каковы трудовые ресурсы в стране? Каковы особенности законодательства? Каков неудовлетворенный/скрытый спрос?
4	Определение рыночной ниши	Определение своей рыночной ниши	<ul style="list-style-type: none"> Какова продуктовая линейка компании? Каковы потенциальные клиенты компании? Каково оптимальное время продаж для компании? Какая стратегия продаж компании?

№ этапа	Название этапа	Цель этапа	Ключевые вопросы на каждом этапе
5	Выбор стратегии выхода на международный рынок	Определение оптимальной стратегии выхода на зарубежный рынок	<ul style="list-style-type: none">Какова оптимальная стратегия выхода на международный рынок, в т. ч. с точки зрения стоимости и сроков?
7	Определение тактики выхода на международные рынки и расчет бизнес-модели		<ul style="list-style-type: none">Какой продукт стоит реализовывать на международном рынке?Какова целевая аудитория?Какова стоимость каждого потенциального клиента?Необходимо ли в первую очередь реализовывать инновационный продукт или первенство не является ключевым фактором?Почему данный продукт необходим целевой аудитории?Каковы оптимальные механизмы выхода на зарубежный рынок и каналы сбыта?

1. Определение целей и возможностей компании

Перед тем как выйти на международный рынок, компании необходимо, исходя из сформулированной миссии и стратегии, определить для себя возможные цели и задачи (финансовые, маркетинговые, производственные, организационные и т. д.). Это будет способствовать формированию направления для проведения анализа в дальнейшем.

Предварительно также следует оценить собственные ресурсы, поскольку, во-первых, детальный анализ потенциальных рынков требует достаточного объема финансовых и временных ресурсов, а, во-вторых, стоит оценить потенциальные затраты непосредственно на реализацию выхода на зарубежный рынок (в том числе возможность привлечения требуемого объема ресурсов).

2. Анализ международных рынков

Цель проведения анализа международных рынков заключается в определении нескольких потенциальных рынков для более детального изучения. Данное исследование проводят преимущественно с использованием кабинетных методов (подхода «взгляд со стороны»), то есть собирают и анализируют существующие материалы и публикации (см. Раздел 6. «Дополнительные источники информации»), например:

- исследования независимых компаний;
- исследования маркетинговых агентств;
- экспертные мнения;
- итоги профильных мероприятий (например, пресс-релизы).

Практические инструменты

- [Similarweb](#) — проводит мониторинг сайтов конкурентов, их трафика, ключевых показателей;
- [Semrush](#) — показывает точные ключевые показатели конкурентов и область деятельности;
- [Google Trends](#) — помогает оценить объем целевого рынка;
- [Global Market Finder](#) — переводит описание продукта и определяет страны со спросом; осуществляет расчет стоимости.

Определив несколько потенциальных рынков, необходимо провести анализ подходом «взгляд изнутри».

3. Анализ потенциальных рынков

Анализ потенциальных рынков невозможно провести с использованием кабинетных методов, так как на данном этапе необходимо находиться «внутри» рынка. Опыт стартапов показывает, что важно посещать выставки и конференции в целевой стране для поиска будущих партнеров и клиентов. Многие компании рассказывают об успешном опыте выхода на международный рынок путем взаимодействия с конкурентами и клиентами, которое позволило им определить собственную нишу и еще до выхода на рынок заключить несколько предварительных договоров о поставке. Помимо анализа конкурентов и потенциальных клиентов необходимо внимательно изучить инфраструктуру и законодательство страны. Например, в некоторых странах нельзя уволить человека за некачественную работу или необходимо хранить данные о жителях только на серверах, расположенных на территории данной страны.

Практические инструменты

- *Google Consumer Surveys* — проведение опроса пользователей;
- *Customer development* — тестирование идеи или прототипа будущего продукта на потенциальных потребителях;
- Белая книга (*White paper*) — официальное сообщение в письменном виде;
- осуществление звонков и проведение встреч с клиентами и конкурентами, посещение мероприятий.

Важно

Достоверным опытом ведения деятельности на конкретном рынке обладают только специалисты, являющиеся гражданами целевой страны. Именно по этой причине ключевым фактором успешного выхода на международный рынок является установление деловых связей с представителями целевой юрисдикции. Данный процесс возможно реализовать при взаимодействии с представителями в определенной стране.

4. Определение целевой ниши

Для определения международного потенциала проекта на основе проведенного исследования следует сравнить конкурентное предложение на рынке и потребности клиентов. Определение целевой ниши иногда влечет за собой необходимость модифицировать продукт, поэтому важно учесть затраты времени и ресурсов на проведение данной процедуры. Также на основе полученных данных необходимо разработать маркетинговую стратегию и ценовую политику.

5. Выбор стратегии выхода на международный рынок

Если компания приняла решение расширить свой бизнес и выйти на зарубежные рынки, у нее есть несколько способов осуществить это. Выбор метода выхода компании на внешний рынок зависит от таких факторов, как стоимость выхода, степень риска и уровень контроля за процессом. Более подробно механизмы выхода на международные

рынки рассматриваются в следующем разделе «Механизмы выхода на зарубежный рынок».

6. Определение тактики выхода на международные рынки и формирование бизнес-модели

Для реализации стратегии выхода на международные рынки необходимо провести последовательное изучение целей и возможностей компании, а также внешних потенциальных рынков. Кроме того, важно определить потенциальных клиентов, выбрать оптимальный механизм выхода, разработать бизнес-план, технико-экономическое обоснование, финансовую модель, построить партнерские отношения.

Оценка бизнес-модели может производиться на основе [ЮНИТ-ЭКОНОМИКИ](#). Юнит-экономика (*unit economics*) — определение прибыли/убытка в расчете на одного клиента. Это совокупный показатель, который определяет, необходимо ли расширение проекта с финансовой точки зрения, и где находится его точка безубыточности.

Перед принятием окончательного решения необходимо еще раз оценить перспективы выхода компании на международные рынки по четырем ключевым критериям: продукт, ресурсы, информация, стратегия (Таблица 14).

Таблица 14. Чек-лист для оценки компанией готовности к выходу на международный рынок

Продукт и технология

- Продумана ли концепция продукта? ✓
- Какова экономическая целесообразность продукта на текущем рынке/целевом рынке? ✓
- Соответствует ли продукт международным стандартам (в т. ч. сертификация, защищенность технологии, бизнес-модель), требованиям целевого рынка к упаковке, маркировке, дизайну? ✓
- Необходимо ли адаптировать продукт под потребности потенциальных клиентов? ✓

Ресурсы

- Достаточно ли производственных мощностей и ресурсов для осуществления выхода на международный рынок? ✓
- Какой объем финансовых средств (собственных и привлеченных) необходим для реализации выхода на международный рынок? ✓

Информация

- Изучено ли налоговое и трудовое законодательства целевой страны? ✓
- Проведена ли оценка рынка труда в целевой стране (наличие квалифицированных специалистов, размер заработной платы)? ✓

Стратегия

- Какова потенциальная рыночная ниша? ✓
- Разработан ли оптимальный механизм выхода на международный рынок? ✓
- Какова политика ценообразования, соответствует ли она требованиям потребителей и партнеров? ✓
- Какие каналы продаж используются компанией и планируется ли проводить рекламную кампанию? ✓
- Проведена ли предпродажная подготовка и организовано ли послегарантийное обслуживание? ✓

- Разработаны ли программы лояльности?



Стоит отметить, что универсальных рекомендаций по разработке стратегии выхода компании на международные рынки не существует, поскольку стратегия каждой компании зависит от ее бизнес-модели, отрасли, стадии жизненного цикла и компетенций команды.

Пример №1. Мобильная музыкальная платформа [Mdundo](#) (приложение переведено на 12 языков мира)

Развитие мобильной музыкальной платформы *Mdundo* (мобильная музыкальная платформа с возможностью загрузки для африканских исполнителей) первоначально планировалось на рынке Европы, однако региональные рынки Африки оказались наиболее привлекательными. За три года *Mdundo* стала одним из крупнейших музыкальных сервисов континента, имея более миллиона активных пользователей в месяц из Кении, Танзании, Уганды и Нигерии. Свою музыку в *Mdundo* размещают более 25 тысяч исполнителей со всей Африки — как популярных, так и малоизвестных — все они получают гонорар каждый раз, когда кто-то скачивает их композиции. Такой стремительный рост был бы невозможен в Европе⁷³.

Основатель *Mdundo* подчеркивает наличие огромного количества нереализованных возможностей и достаточно слабой конкуренции в Африканском регионе. На основе выявленного спроса и ограниченного предложения компания адаптировала свои решения под особенности местного рынка.

Пример №2. Мобильное приложение по изучению языков [Easy Ten](#)

Основатели компании Easy Ten сформулировали четкие цели выхода на международные рынки: заработать деньги и привлечь иностранные инвестиции. В первую очередь команде проекта необходимо было протестировать гипотезу, что продукт Easy Ten решает проблему изучения языка для целевой аудитории выбранных стран. Для определения потенциального рынка компания приобрела программу *ASO (App Store Optimization или App Store Search Optimization)*, которая позволила сравнить показатели активности пользователей в разных странах мира и сделать вывод, что наиболее активными являются пользователи в Бразилии (даже выше, чем в России).

Пример №3. Системы подсчета посетителей [Countbox](#) (офисы в Москве, Чикаго и Дублине и представители по всему миру)

Первоначально для анализа международных рынков и изучения спроса компания наняла специалиста со знанием английского языка в России, который занимался продажами за рубеж (через холодные звонки, письма, LinkedIn, выставки).

В 2015 году, заплатив 1500 долл., компания стала членом ассоциации ICSC (Международный совет торговых центров) и получила доступ к базе данных потенциальных клиентов. Это позволило определить, что самым крупным и перспективным является американский рынок: в США есть более 4 млн локаций, где компания могла бы установить свой продукт.

Первый офис было решено открыть тогда, когда накопилась критическая масса запросов о личных встречах для продаж. Первый офис компания открыла в Чикаго, где проживал сооснователь, второй — в Дублине, поскольку это являлось условием привлечения денег от второго инвестора, государственного фонда Ирландии Enterprise Ireland.

⁷³ Материалы сайта rb.ru

Механизмы выхода на зарубежный рынок

Способы организации присутствия

Выбор способа присутствия на зарубежном рынке осуществляется исходя из характеристик отрасли, свойств продукта и стадии жизненного цикла компании.

Формы присутствия на зарубежных рынках представлены ниже (Рисунок 25). Выход на новый рынок может быть реализован посредством экспорта, международного сотрудничества или инвестирования. Дистрибьюторский и лицензионный договоры позволяют обеспечить широкое сопровождение продукта с помощью партнера на зарубежном рынке (от маркетинговых кампаний до производства и сервисного обслуживания). Организация офиса за рубежом может осуществляться в сотрудничестве с зарубежной компанией путем создания совместного предприятия. Наиболее эффективный контроль за деятельностью компании на зарубежном рынке возможен при организации представительства, филиала или дочерней компании.

Рисунок 25. Способы организации присутствия на зарубежном рынке⁷⁴



Наиболее простым способом вывода продукта на зарубежный рынок является **экспорт**. Он требует минимальных затрат труда со стороны менеджмента инновационной компании и позволяет продолжить налаживание операционной деятельности на внутреннем рынке.

Основной недостаток использования экспорта в качестве инструмента выхода — низкий уровень контроля партнеров в целевой стране. Для успешной организации экспорта необходимо определить перечень функций по продвижению товара, которые будут осуществляться компанией самостоятельно, и перечень функций, которые будут переданы посредникам на зарубежном рынке. Также необходимо разработать механизмы контроля и влияния на зарубежных партнеров, например, требования о соблюдении правил работы с товаром и выполнение плана продаж.

Экспортная деятельность может быть реализована тремя основными способами: прямой экспорт, косвенный экспорт и совместный экспорт.

В случае прямого экспорта компания реализует свой товар на внешнем рынке путем заключения прямых контрактов с дилерами и торговыми посредниками. В данном случае вся операционная деятельность, поиск посредников, документация и сертификация

⁷⁴ Анализ «Делойта»

продуктов осуществляется компанией самостоятельно. Косвенный экспорт предполагает наличие торгового посредника на внутреннем рынке, который осуществляет продажу товаров на внешние рынки. Такой посредник имеет опыт работы на целевом рынке и устоявшуюся сеть дилеров для продажи товаров. Совместный экспорт предполагает кооперацию с другими компаниями на внутреннем рынке для организации поставок товара на внешний рынок. Данный способ подходит для небольших компаний, не имеющих достаточных ресурсов и масштаба производства для самостоятельного экспорта.

Таблица 15. Преимущества и недостатки экспорта

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">отсутствие значительных инвестиций;отсутствие необходимости организации производства на зарубежном рынке;возможность одновременного выхода на несколько рынков;высокая гибкость: возможно быстро (по сравнению с другими механизмами) изменить регион, объемы поставок.	<ul style="list-style-type: none">низкий контроль за операциями на внешнем рынке;зависимость от партнеров на зарубежном рынке.

Экспорт подходит для вывода на внешний рынок продукции, требующей минимальной адаптации к новому рынку. Кроме того, данный способ выхода может послужить начальным этапом для последующего расширения на внешнем рынке, так как он позволит оценить спрос и локализовать продукт. В силу относительно низких денежных и временных затрат механизм экспорта является доступным для компаний начиная со стадии «стартап».

Компания может встраиваться в глобальные цепочки создания стоимости в том случае, когда она не является производителем продукта на протяжении всей цепочки. Фрагментация разработки и производства позволяет повысить конкурентоспособность путем снижения издержек за счет специализации компаний в разных странах. Глобальная цепочка является выгодным способом организации производства в том случае, если выгоды подобной фрагментации превышают расходы на логистику на промежуточных этапах.

Являясь самыми многочисленными участниками глобальной цепочки, малые компании создают добавленную стоимость скорее за счет ценности уникальных исследований, а не за счет стратегии снижения издержек, в отличие от крупных компаний. В то же время малые и средние компании сталкиваются с проблемами доступа к финансированию, поиска партнеров в рамках цепочки и обработки транзакций.

Дистрибьюторское соглашение предполагает исполнение посреднической организацией обязательства по покупке товара иностранного производителя для последующего распространения на определенной территории.

Эксклюзивное дистрибьюторское соглашение предполагает, что поставщик не вправе осуществлять сбыт продукции на данном зарубежном рынке самостоятельно или через иных дистрибьюторов (положение об «эксклюзивной территории»). Кроме реализации продукции дистрибьютор может оказывать маркетинговые услуги, услуги по поддержке, обслуживанию и обучению.

Таблица 16. Преимущества и недостатки присутствия на зарубежном рынке с использованием дистрибьюторского соглашения

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">отсутствие значительных инвестиций, в том числе в продвижение товара на зарубежном рынке;отсутствие необходимости в организации производства на зарубежном рынке;высокая гибкость: возможно достаточно быстро (по сравнению с другими механизмами) изменить регион, объемы поставок;возможность одновременного выхода на несколько рынков.	<ul style="list-style-type: none">сложность контроля за деятельностью дистрибьютора;переход прав собственности на товар к дистрибьютору, вследствие чего положение об «эксклюзивной территории» становится недействительным;неполнота общего регулирования дистрибьюторских договоров в России.

Трансфер технологий — процесс передачи технологий, ноу-хау, оборудования, информации и других материальных и нематериальных источников и носителей знаний в различных формах. Трансфер технологий может осуществляться в рамках прямых договоров с предприятиями и организациями, через торговлю лицензиями на изобретения, ноу-хау, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки.

Лицензирование предполагает передачу прав на использование партнером на зарубежном рынке производственных процессов, патентов, товарных знаков, ноу-хау компании за вознаграждение, которое устанавливается в рамках договора.

Основной проблемой лицензирования является утрата уникальных характеристик и сложность контроля. В рамках лицензионного соглашения происходит передача уникальных знаний, что по истечении действия контракта приводит к возникновению риска появления нового конкурента. Поэтому важной проблемой при осуществлении трансфера технологий посредством лицензирования и других форм является защита интеллектуальной собственности. Управленческий и правовой подход к защите интеллектуальной собственности представлены в Разделе 2.

Таблица 17. Преимущества и недостатки присутствия на зарубежном рынке с использованием лицензионного соглашения

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">отсутствие значительных инвестиций, низкие временные затраты;отсутствие дополнительных издержек на транспортировку продукта до потребителя;возможность одновременного выхода на несколько рынков.	<ul style="list-style-type: none">зависимость от партнеров на зарубежном рынке;ограниченные возможности контроля (в особенности, контроля качества);риск возникновения конкуренции со стороны получателя лицензии (особенно после истечения срока действия лицензии).

Совместное предприятие обеспечивает более широкие возможности для контроля по сравнению с механизмами, указанными выше, однако требует больших капиталовложений и усилий со стороны руководства.

Таблица 18. Преимущества и недостатки совместного предприятия

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">разделение инвестиций и риска;доступ к опыту и контактам на местном рынке через партнера.	<ul style="list-style-type: none">зависимость от партнера;отсутствие гибкости;возможные культурные различия;столкновение интересов.

Организация собственного офиса через создание представительства, филиала или дочерней компании. Более подробное описание различий этих форм присутствия на зарубежном рынке содержится в Приложении 2.

Таблица 19. Преимущества и недостатки организации представительства, филиала или дочерней компании

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">• полный контроль над компанией;• независимость от партнеров.	<ul style="list-style-type: none">• значительные инвестиции в организацию офиса;• высокий риск невозврата инвестиций;• необходимость поиска экспертов на местном рынке для получения опыта и контактов;• длительные сроки организации;• отсутствие гибкости операций.

Несмотря на указанные недостатки организация собственного офиса является одним из наиболее эффективных способов выхода на зарубежные рынки для большинства инновационных компаний, так как обеспечивает высокий уровень контроля и независимость компании от зарубежных партнеров. Данный способ выхода на новый рынок доступен только для компаний с налаженными процессами и устоявшейся профессиональной командой на внутреннем рынке.

Зарубежный офис необходимо встроить в уже сложившийся целостный рабочий процесс компании, организовать эффективное управление и контроль, обеспечить высокий уровень мотивации сотрудников. Данный способ присутствия на зарубежном рынке требует крупных затрат времени и труда менеджмента компании: для налаживания эффективной работы офиса и проведения переговоров с первыми партнерами и клиентами в среднем требуется не менее года.

Практические рекомендации

Рекомендованный минимальный состав команды, осуществляющей выход на новый рынок:

- руководитель проекта, который обеспечит сохранение идеи проекта и корпоративной культуры на внешнем рынке;
- разработчик продукта/специалист, который детально понимает специфику продукта, его работу, который сможет представить его потенциальным контрагентам, быстро найти оптимальную конфигурацию в зависимости от потребностей рынка.

Акселерационные программы и их роль при размещении бизнеса

Бизнес-акселератор — компания, основной деятельностью которой является всесторонняя поддержка инновационных компаний. Стандартная бизнес-модель акселератора предполагает оказание поддержки для интенсивного развития инновационных компаний в обмен на долю в их капитале (в среднем 5–10%). Как правило, акселерационные программы являются краткосрочными, их продолжительность в среднем составляет три месяца. Прежде чем получить право на участие в акселерационной программе проект должен пройти конкурсный отбор, в течение которого оцениваются идея и его команда. Поддержка акселератора состоит в предоставлении офисного помещения, проведении обучения, тренингов и консультаций, юридической и бухгалтерской помощи, менторского содействия, а также финансовой помощи.

Основной ценностью акселератора для инновационной компании на ранней стадии являются инвестиционные возможности для прототипирования и тестирования команды, возможность получения посевных инвестиций, доступ к специалистам, работающим в отрасли. На более поздних стадиях, когда доказана жизнеспособность продукта, и инновационная компания достигла самоокупаемости, инвестиции и связи, полученные при помощи акселерационной программы, направляются на расширение компании и увеличение ее капитализации. Кроме того, на стадии роста инновационной компании акселератор может способствовать ускорению ее выхода на международные рынки в тех случаях, когда программа проходит за рубежом.

Крупные международные акселерационные программы в странах с развитым венчурным капиталом способствуют привлечению дополнительных инвестиций и предоставляют компаниям необходимую информацию, компетенции и связи для успешной работы на зарубежном рынке.⁷⁵ Перечень международных акселерационных программ представлен в приложении (Приложение 2).

⁷⁵ Материалы сайта rb.ru

Анализ требований для выхода на зарубежный рынок

Формы юридического присутствия компании на зарубежных рынках

Юридически присутствие в иностранной юрисдикции может осуществляться посредством регистрации юридического лица, либо филиала/представительства российской компании.

Форма присутствия, как правило, не оказывает существенного влияния на налоговые последствия, возникающие в результате осуществления операционной деятельности в соответствующей юрисдикции, поскольку в налоговых системах большинства государств предусмотрена концепция «постоянного представительства». В соответствии с данной концепцией возникновение налоговых обязательств зависит не от факта регистрации в соответствующей юрисдикции, а от характера осуществляемых операций.

Однако форма присутствия может существенно влиять на налоговые последствия, возникающие при репатриации денежных средств из иностранной юрисдикции в РФ. Во-первых, законодательства некоторых государств не взимают налогов у источника с выплат из филиалов/представительств в адрес головной компании. Во-вторых, такие выплаты, как правило, не облагаются налогами на уровне головной компании. При этом дивиденды, выплачиваемые местной компанией в адрес иностранной, зачастую подлежат обложению налогом у источника в стране выплаты.

Ведение налогового учета и расчет налоговых обязательств филиала/представительства обычно оказываются несколько более сложными и трудоемкими (в сравнении с отдельным юридическим лицом) в связи с необходимостью проведения аллокации доходов и расходов между головным офисом и филиалом/представительством.

Как правило, филиалы/представительства используются в тех случаях, когда в юрисдикции проводятся несущественные операции, в то время как для осуществления активной деятельности обычно регистрируются отдельные юридические лица (Приложение 3).

Таким образом, для инновационных компаний наиболее целесообразно создавать дочерние предприятия с целью минимизации риска возникновения дополнительных обязательств у материнской компании (вследствие наличия механизма ограниченной ответственности дочерней компании) и получения налоговых льгот и преференций.

Минимальные требования для создания юридического лица

Наиболее распространенными формами юридического лица при создании зарубежной компании являются компании с ограниченной ответственностью, которые могут иметь различные наименования в зависимости от специфики страны. В США при создании новых компаний в большей степени распространены такие организационно-правовые формы, как С-корпорация (*C-corporation*) и компания с ограниченной ответственностью (*Limited Liability Company*), в Великобритании и Израиле — частная компания с ограниченной ответственностью (*Private Limited Company*).

Процедура регистрации юридического лица в разных странах отличается степенью сложности, количеством необходимых действий и документов, уровнем временных и денежных затрат. Среди рассматриваемых стран наиболее низкая стоимость регистрации, порядка 65 долл., наблюдается в Великобритании, там все юридические процедуры можно осуществить в среднем за 4.5 дня. Денежные затраты на создание юридического лица в

Китае сравнимы с затратами в Великобритании, однако длительность процедуры регистрации в связи с большим количеством этапов составляет в среднем 28 дней (Приложение 4).

Структура расходов по выходу на зарубежные рынки

При расчете бюджета на выход на зарубежный рынок компания должна учитывать как единовременные издержки, включающие в себя расходы на регистрацию, профессиональные услуги консультантов, расходы на ликвидацию в случае неудачи, так и операционные расходы на оплату труда, арендные платежи и налоговые выплаты (Таблица 20).

Таблица 20. Структура расходов по выходу на зарубежные рынки⁷⁶

Виды расходов	На организацию зарубежного офиса	На операционную деятельность	При ликвидации
Юридические	<ul style="list-style-type: none"> Регистрация Патенты Лицензии Услуги юристов, нотариусов 	<ul style="list-style-type: none"> Продление лицензии 	<ul style="list-style-type: none"> Пошлина за ликвидацию
Финансовые	<ul style="list-style-type: none"> Открытие счета 	<ul style="list-style-type: none"> Банковское обслуживание Налог на прибыль 	-
Затраты на персонал	<ul style="list-style-type: none"> Заработная плата Наем сотрудников Визы, разрешение на работу 	<ul style="list-style-type: none"> Заработная плата Социальный налог 	<ul style="list-style-type: none"> Выплаты при увольнении
Аренда помещения	<ul style="list-style-type: none"> Поиск офиса Депозит 	<ul style="list-style-type: none"> Аренда Содержание офиса 	-
Маркетинг	<ul style="list-style-type: none"> Первоначальный маркетинг Участие в выставках Адаптация сайта Представительские расходы 	<ul style="list-style-type: none"> Текущий маркетинг 	-
Аутсорсинг	-	<ul style="list-style-type: none"> Логистические услуги Ведение налогового и бухгалтерского учета Юридические услуги HR-менеджмент 	<ul style="list-style-type: none"> Услуги ликвидатора

Следует обратить внимание на то, что размер указанных платежей в разных странах значительно различается. Затраты на юридические и бухгалтерские услуги в США и Великобритании могут составлять существенную часть расходов для компаний на ранних стадиях жизненного цикла⁷⁷. Однако крупные зрелые компании также несут высокие затраты на юридическое сопровождение сделок: например, ведение сделки по поглощению технологического стартапа крупной компанией (*acquiiring*) в США может обойтись в 1.5 млн долл.

⁷⁶ Анализ «Делойт»

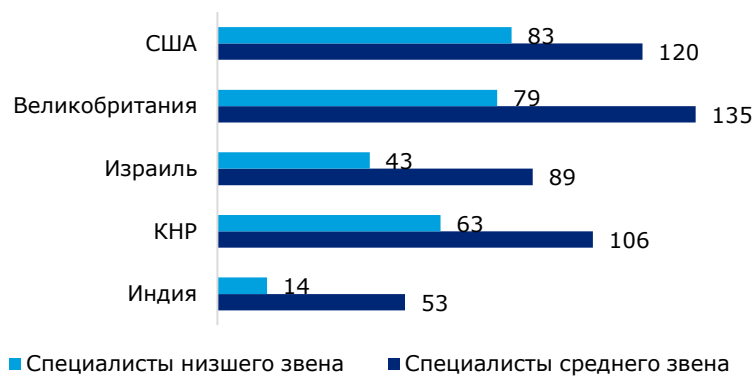
⁷⁷ Открытая лекция генерального директора компании Radario: «Выход стартапа на зарубежные рынки: собственные офисы или франшиза?», 24 ноября 2016 года, Санкт-Петербург

Размер некоторых затрат, например расходов на маркетинговую кампанию, в большой степени зависит от типа клиента, который может являться физическим лицом или компанией (B2B или B2C).

При принятии решения о выходе на международный рынок необходимо внимательно изучить расходы на оплату труда в разных странах: к примеру, годовая заработная плата вице-президента по развитию ИТ-бизнеса в Португалии составит около 42 тыс. евро, в то время как в США — 120–144 тыс. евро.

Зарплата специалистов среднего звена по продажам и развитию бизнеса достигает 135 тыс. долл. в Великобритании и 120 тыс. долл. в США. Затраты на оплату труда специалистов низшего и среднего звена в Израиле колеблются от 43 тыс. долл. до 89 тыс. долл. в год (Рисунок 26).

Рисунок 26. Средний размер заработной платы, тыс. долл. в год⁷⁸



Арендные ставки на офисные помещения сильно варьируются и зависят как от города, так и от расположения офиса в различных его районах. Например, аренда одного квадратного метра офисной площади в Лондоне может колебаться от 1025 до 1961 долл. в год в зависимости от района. Одни из самых низких арендных ставок в Великобритании — в Северной Ирландии, в Белфасте (Рисунок 27)⁷⁹. Однако, несмотря на невысокую стоимость аренды, некоторые владельцы стартапов предпочитают начинать свою деятельность в Ирландии. Это можно объяснить тем, что, например, в Дублине существует крупный технологический кластер, а также располагаются главные офисы крупных технологических компаний и венчурные фонды⁸⁰. В связи с этим при выборе страны и города для выхода на международные рынки необходимо учитывать, что несмотря на высокие арендные платежи, расположение офиса может стать решающим в вопросе приобретения полезных связей и сотрудничества с другими компаниями.

⁷⁸ [Salary Survey 2016. Robert Walters](#)

⁷⁹ Office Space across the World. A Cushman & Wakefield Research Publication. 2014

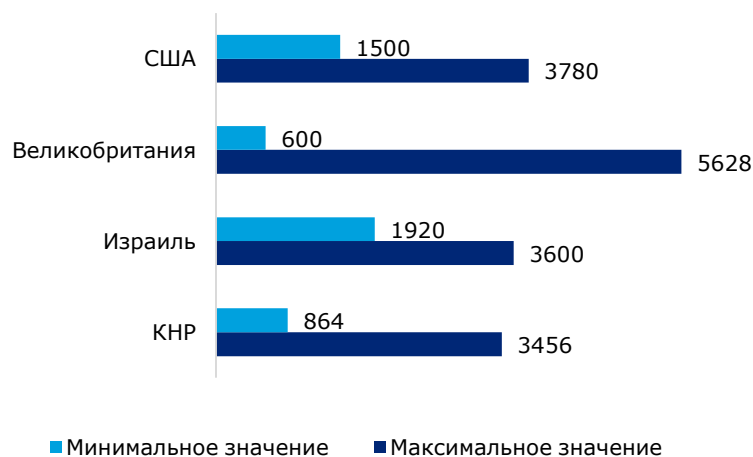
⁸⁰ Материалы сайта [rb.ru](#)

Рисунок 27. Средняя стоимость аренды 1 м² офисной площади, тыс. долл. в год⁸¹



Стоимость услуг по ведению бухгалтерского учета зависит от объема и уровня сложности операций, осуществляемых компанией.

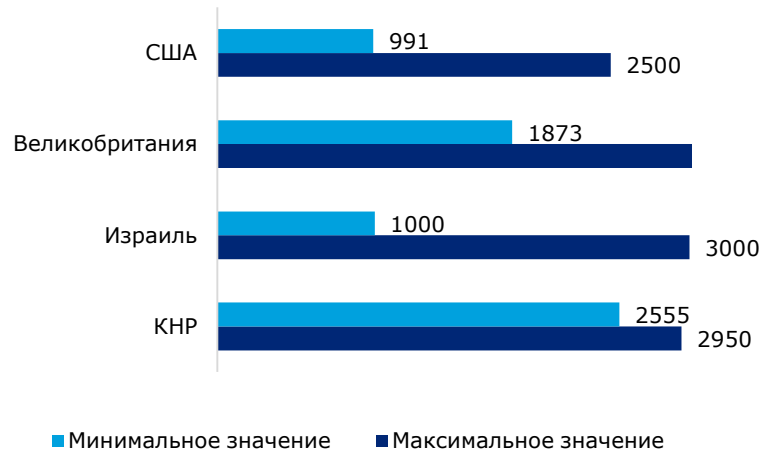
Рисунок 28. Стоимость услуг по ведению бухгалтерского учета, тыс. долл. в месяц



Затраты на ликвидацию бизнеса включают в себя государственные пошлины и оплату услуг ликвидаторов (если применимо). В указанном диапазоне затрат не учитывается погашение долгов перед кредиторами.

⁸¹ Office Space across the World, A Cushman & Wakefield Research Publication, 2014

Рисунок 29. Стоимость ликвидации бизнеса, тыс. долл.



Расходы, связанные с выходом компании на рынок США

Основные организационно-правовые формы предприятий

Основными организационно-правовыми формами предприятий в США являются корпорация типа С (*C corporation*), корпорация типа S (*S corporation*) и компания с ограниченной ответственностью (*LLC*)⁸².

Корпорация типа С (C Corporation)

Стандартная корпорация, которая также называется корпорацией типа С, является наиболее распространенной формой ведения бизнеса в США. Данная организационная форма является самостоятельным юридическим лицом и находится в собственности ее акционеров, тем самым обеспечивая защиту владельцев от личной ответственности по долгам и обязательствам компании. Акционерам, директорам и должностным лицам корпорации необходимо соблюдать определенные формальности, связанные с операционной и административной деятельностью компании. Например, принятие управленческих решений часто осуществляется путем формального голосования, результаты которого фиксируются в протоколе. Директора и акционеры должны быть надлежащим образом оповещены о деятельности компании, а также обеспечены документацией, необходимой для принятия управленческих решений. Кроме того, корпорация типа С обязана подавать ежегодную отчетность, составленную согласно установленным требованиям, а также оплачивать налоги и сборы как в штате США, где был зарегистрирован бизнес, так и в других штатах, на территории которых компания ведет операционную деятельность.

Метод налогообложения является важным фактором при выборе организационно-правовой формы бизнеса. Корпорация типа С облагается налогом как отдельное юридическое лицо, и в отличие от корпораций типа S и LLC (которые будут рассмотрены далее) сквозное налогообложение для данного типа компаний не применимо. В данном случае выплачиваются налоги как на прибыль компании, так и на доход акционеров, распределяемый в виде дивидендов, что создает проблему двойного налогообложения прибыли корпорации типа С.

⁸² A Guide to Incorporate Your Business, [BizFilings](#)

Основными недостатками корпорации типа С являются:

- двойное налогообложение прибыли;
- необходимость соблюдения требований конкретного штата о подаче декларации и уплате текущих налогов и сборов;
- формализация текущих операционных и административных процессов.

Основными преимуществами корпорации типа С являются:

- ограниченная ответственность акционеров;
- неограниченное число акционеров в корпорации;
- простой процесс передачи собственности путем перепродажи акций;
- неограниченный срок существования корпорации;
- возможность возмещения налогов по некоторым статьям затрат;
- возможность привлечения капитала путем продажи акций.

Корпорация типа S (S Corporation)

Корпорация типа S также является стандартной корпорацией, которая, однако, подпадает под действие специального налогового режима Налоговой службы США (*Internal Revenue Service*). В отличие от корпорации типа С данный вид корпорации использует сквозное налогообложение. S корпорации подают налоговые декларации, однако не уплачивают налог на уровне компании. Корпоративная прибыль или убыток перетекают в налоговые декларации владельцев корпорации, таким образом налог на прибыль уплачивается только на уровне акционеров.

Основными недостатками корпорации типа S являются:

- ограничение числа акционеров (не более 100), среди которых не должно быть нерезидентов;
- ограничение числа типов акций, выпускаемых корпорацией (только один тип);
- для проведения голосования — необходимость наличия письменного согласия всех без исключения акционеров;
- необходимость соблюдения требований конкретного штата о подаче декларации и уплате текущих налогов и сборов;
- формализация текущих операционных и административных процессов.

Основными преимуществами корпорации типа S являются:

- сквозное налогообложение;
- ограниченная ответственность акционеров;
- неограниченный срок существования корпорации;
- возможность возмещения налогов по некоторым статьям затрат;
- возможность привлечения капитала путем продажи акций.

Компания с ограниченной ответственностью (*Limited Liability Company*)

Компания с ограниченной ответственностью (*LLC*) сочетает в себе ограниченную ответственность владельцев корпорации и упрощенную форму административного управления партнерством. Данная организационно-правовая форма является самой молодой среди прочих, основная часть законов, закрепляющих и конкретизирующих эту форму, была введена в 1980–1990 годах.

В отличие от корпорации типа С компания с ограниченной ответственностью извлекает выгоды из сквозного налогообложения и исключает вероятность двойного

налогообложения прибыли. По аналогии с корпорацией типа S налог на прибыль компании уплачивается на уровне владельцев компании.

Основными недостатками компании с ограниченной ответственностью являются:

- усложненный процесс передачи собственности;
- сравнительно малое количество судебных прецедентов, связанных с данной организационно-правовой формой.

Основными преимуществами компании с ограниченной ответственностью являются:

- сквозное налогообложение;
- ограниченная ответственность владельцев компании;
- отсутствие ограничений на количество и род занятий владельцев компании;
- гибкость в управлении компанией;
- более низкий уровень формализации процессов внутри компании в сравнении с корпорацией;
- сниженные требования к ежегодной подаче документации в сравнении с корпорацией.

Налогообложение и льготы

Налоги в США можно разделить на два вида: федеральные налоги и налоги штата. Основными видами федеральных налогов являются налог на прибыль, исчисляемый по прогрессивной шкале, или альтернативный налог на прибыль, а также налог на дивиденды у источника (*withholding tax*).

В США компании-резиденты облагаются налогом на прибыль на основе доходов во всем мире. Как правило, прибыль иностранных компаний, осуществляющих торговлю в США, облагается налогом по обычной ставке корпоративного налога на прибыль или по ставке 30%, если доход компании в США не связан с основной деятельностью компании. Ставка корпоративного налога на прибыль основана на прогрессивной шкале от 15 до 35% (Таблица 21), однако также существует альтернативный налог на прибыль, исчисляемый с налоговой базы с меньшими вычетами расходов по фиксированной ставке 20%. Альтернативная ставка налога на прибыль была введена с целью удержания налога не менее установленного порога (20%) с компаний, пользующихся налоговыми льготами. Компания отчисляет в бюджет наибольшую сумму из двух: налог на прибыль, исчисленный по прогрессивной ставке (Таблица 21), или альтернативный налог на прибыль.

Налог на дивиденды в США составляет 30%, однако в зависимости от ряда условий предусмотрены налоговые вычеты: для компании-акционера, владеющей акциями местной компании в размере менее 20%, — 70%; для акционера с неконтролирующим пакетом акций в размере 20% и более — 80%; при распределении дивидендов между аффилированной группой компаний — 100%.

Местные налоги отличаются от штата к штату, но, как правило, в каждом штате существуют налог на прибыль (от 0 до 9.99%), налог на продажи или франшиза за ведение операционной деятельности в штате, налог на недвижимое имущество и прочие налоги. Специфика налогообложения в каждом штате представлена на сайте Ассоциации малого бизнеса ([SBA](#)).

Учитывая максимально допустимый размер федерального налога на прибыль и налогов на прибыль штатов, чистая эффективная ставка по налогу на прибыль в США в среднем составляет 40%.

Таблица 21. Процентные ставки налога на прибыль в США

Налог на прибыль	Нижняя граница применения ставки, долл.	Верхняя граница применения ставки, долл.	Сумма к уплате по предыдущим уровням ставок, долл.
15%	0	50000	
25%	50 000	75 000	7 500
34%	75 000	100 000	13 750
39%	100 000	335 000	22 250
34%	335 000	10 000 000	113 900
35%	10 000 000	15 000 000	3 400 000
38%	15 000 000	18 333 333	5 150 000
35%	18 333 333	-	

Говоря о поддержке бизнеса в США, стоит отметить, что государственные меры в этой области в основном касаются стимулирующих программ, а не налоговых льгот. Тем не менее, налоговые льготы и вычеты могут быть применены на уровне штатов к компаниям, ведущим деятельность в некоторых отраслях (например, освобождение производственных компаний от уплаты налога с продаж при покупке оборудования в Техасе⁸³, или возможность освобождения технологической компании от налогообложения в штате Нью-Йорк на 10 лет⁸⁴).

Наиболее известные программы поддержки малого бизнеса в США предлагает Агентство малого бизнеса (*Small Business Administration*)⁸⁵: SBTT (*Small Business Technology Transfer*), а также SBIR (*Small Business Innovation Research*)⁸⁶. Агентство предоставляет гранты на безвозмездной основе (до 150 тыс. долл. в первом раунде и до 1 млн долл. во втором раунде), а также менторскую и экспертную поддержку молодым компаниям. Кроме того, большое количество инициатив по поддержке инновационных компаний осуществляется на уровне штатов, в том числе различные грантовые программы. Большое количество университетов являются своеобразными центрами притяжения для таких компаний благодаря программам поддержки и предоставляемым льготам.

Средние расходы на аренду помещения и содержание персонала

Большая часть технологических компаний в США размещена в Кремниевой долине (штат Калифорния), которая вместе с Нью-Йорком считается одним из самых развитых мест для ведения бизнеса в стране. Бостон (штат Массачусетс) также известен как один из наиболее развитых центров развития технологических стартапов США⁸⁷, кроме того, в Бостоне расположены ведущие учебные заведения, в том числе Массачусетский технологический институт. В этом городе начинали свою деятельность такие известные

⁸³ Материалы сайта texaswideopenforbusiness.com

⁸⁴ Материалы сайта startup.ny.gov

⁸⁵ Материалы сайта sba.gov

⁸⁶ Материалы сайта sbir.gov

⁸⁷ Материалы сайта rb.ru

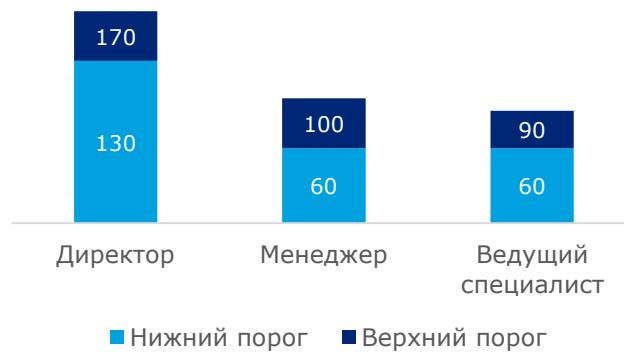
стартапы, как Facebook и Tripadvisor. Согласно индексу Кауффмана⁸⁸ такие города как Вашингтон, Бостон и Сан-Франциско входят в десятку американских городов с самыми высокими темпами развития бизнеса.

Рисунок 30. Средняя стоимость аренды офисной площади в США, тыс. долл. за м² в год⁸⁹



Стоит отметить, что цена на недвижимость и затраты на оплату труда в разных городах и штатах соотносятся в том числе и с тем, насколько сильно развита бизнес-инфраструктура в регионе. (Рисунок 30, Рисунок 31).

Рисунок 31. Диапазон оплаты труда работников в сфере развития бизнеса, тыс. долл. в год⁹⁰



⁸⁸ Материалы сайта kauffman.org

⁸⁹ Office Space across the World, A Cushman & Wakefield Research Publication, 2014

⁹⁰ Salary Survey 2016, Robert Walters

Расходы, связанные с выходом компании на рынок Великобритании

Основные организационно-правовые формы предприятий

Наиболее распространенными формами предприятий в Великобритании являются компании с ограниченной ответственностью и партнерства. Ответственность в партнерствах также может быть неограниченной и ограниченной: в первом случае партнерство не является отдельным юридическим лицом, однако в случае создания партнерства с ограниченной ответственностью его необходимо зарегистрировать как отдельное юридическое лицо. Регистрация юридического лица в Великобритании возможна через Интернет.

Компания с ограниченной ответственностью (*Limited Company*)⁹¹

Как и в других странах, ограниченная ответственность компании означает то, что ответственность ее акционеров ограничивается размером их доли в акционерном капитале. В то же время директор компании с ограниченной ответственностью не может нести ответственность по обязательствам компании, за исключением случаев нарушения им законодательства.

Основными недостатками компании с ограниченной ответственностью являются:

- необходимость проведения ежегодных собраний акционеров и директоров компании;
- более высокая стоимость регистрации по сравнению с партнерством;
- наличие у компании обязанности платить ежегодные взносы и подавать отчетность;
- строгие административные требования.

Основными преимуществами компании с ограниченной ответственностью являются:

- возможность регистрации отдельного юридического лица;
- ограниченная ответственность владельцев компании;
- неограниченный срок существования корпорации;
- возможность получения налоговых льгот;
- большое количество судебных прецедентов, упрощающих работу акционеров и руководства компании;
- доверие со стороны кредиторов и гибкие возможности для получения заемного финансирования.

Обычное партнерство («*Ordinary*» *business partnership*)⁹²

Обычное партнерство не является юридическим лицом и налагает на партнеров — владельцев бизнеса неограниченную ответственность. Партнеры несут личную ответственность по полному покрытию убытков предприятия. Кроме того, партнеры делят между собой прибыль организации, на которую каждый из них платит налог.

Партнерами могут выступать не только физические, но также юридические лица, например, компании с ограниченной ответственностью. Один из партнеров каждый год должен подавать налоговую декларацию от имени партнерства. В то же время все партнеры обязаны ежегодно подавать личные декларации, осуществлять налоговые платежи на получаемую от партнерства прибыль и отчислять средства в Службу национального страхования. Кроме того, для уплаты НДС партнерство должно быть

⁹¹ Материалы сайта gov.uk

⁹² Материалы сайта gov.uk

зарегистрировано в том случае, если ожидаемая прибыль превышает 83 тыс. фунтов в год.

Основными недостатками партнерства являются:

- сложность ликвидации;
- неограниченная ответственность партнеров;
- личная ответственность по обязательствам всех партнеров;
- важность взаимоотношений партнеров — необходимость четко прописать условия соглашения;
- ограниченный срок существования партнерства;
- прогрессивная ставка налога на прибыль (до 45%) для партнеров как для индивидуальных предпринимателей.

Основными преимуществами партнерства являются:

- относительная простота процесса организации партнерства;
- возможность привлечения большего объема финансирования с увеличением числа партнеров;
- мотивация стать партнером для работников партнерства.

Партнерство с ограниченной ответственностью (*Limited Liability Partnership*)⁹³

Партнерство с ограниченной ответственностью представляет собой гибридную форму партнерства и компании с ограниченной ответственностью и является юридическим лицом. Ответственность ограниченных партнеров имеет четкие рамки, а их личные активы не подлежат отчуждению для оплаты обязательств по долгам фирмы. Такие партнеры не несут ответственности за действия друг друга и не могут потерять больше своего вклада в предприятие.

Партнерство с ограниченной ответственностью предполагает наличие как партнеров с ограниченной ответственностью, так и генеральных партнеров, которые могут нести личную ответственность по обязательствам предприятия, однако они также имеют обязательства по управлению предприятием. Как и в случае обычного партнерства, все партнеры делят прибыль, с которой каждый впоследствии уплачивает налог на прибыль, однако ответственность по уплате налогов может перекладываться на партнеров с ограниченной ответственностью.

Требования по подаче деклараций и уплате налогов и сборов к партнерствам с ограниченной ответственностью аналогичны требованиям к обычным партнерствам.

Основными недостатками партнерства являются:

- сложность ликвидации;
- низкий уровень вовлеченности в управление предприятием партнеров с ограниченной ответственностью;
- важность взаимоотношений партнеров — необходимость четко прописать условия соглашения;
- ограниченный срок существования партнерства;
- прогрессивная ставка налога на прибыль (до 45%) для партнеров как для индивидуальных предпринимателей.

Основными преимуществами партнерства являются:

⁹³ Материалы сайта gov.uk

- ограниченная ответственность партнеров, не являющихся генеральными партнерами;
- относительная простота процесса организации партнерства;
- возможность привлечения большего объема финансирования с увеличением числа партнеров;
- мотивация стать партнером для работников партнерства.

Налогообложение и льготы

Основными видами корпоративных налогов в Великобритании являются налог на прибыль, налог на добавленную стоимость и налог на дивиденды. Кроме того, при создании компании стоит обратить внимание на то, что в силу высокого уровня развития прав на интеллектуальную собственность, а также повышенных требований к качеству продукции и услуг компаний для осуществления многих видов деятельности, включая побочную деятельность, необходимо иметь лицензии и разрешения. Для того чтобы определить необходимые виды лицензий, можно воспользоваться поиском лицензий на государственном сайте Великобритании — [Licence finder](#)⁹⁴.

Прибыль корпораций в Великобритании облагается налогом по фиксированной ставке 20%⁹⁵, однако малые и средние компании могут получить налоговые вычеты в размере 230% от расходов на НИОКР, для крупных компаний вычет составляет 130%. Также налоговый вычет в размере 100% от затрат могут получить компании, работающие в сфере кинопроизводства, театра и телевидения, анимации, видеоигр, а также производства мощных компьютеров.

В Великобритании существует «режим патентных боксов» в отношении дохода с созданных на основе патентов товаров и услуг, который предполагает снижение ставки налогообложения до 10% к 1 апреля 2017 года⁹⁶.

Также существует специальный налоговый режим для компаний, ведущих деятельность в зонах предпринимательства (*Enterprise Zones*): в 24 зонах бизнес освобождается от уплаты налогов сроком на пять лет (налоговая скидка может составить до 275 тыс. фунтов)⁹⁷.

Средние расходы на аренду помещения и содержание персонала

Арендные ставки в Великобритании варьируются от 200 до 2000 долл. за квадратный метр в год. Согласно *The Guardian* Лондон и Кембридж являются лидерами среди других городов Великобритании по многим параметрам: активность ведения бизнеса, выживаемость стартапов, количество патентов, уровень образования и инвестиционные возможности⁹⁸. Арендные ставки на офисную площадь в Лондоне являются самыми высокими в стране. Заработная плата в Лондоне в среднем выше, чем в США.

⁹⁴ Материалы сайта [gov.uk](#)

⁹⁵ Материалы сайта [gov.uk](#)

⁹⁶ Материалы сайта [out-law.com](#)

⁹⁷ Материалы сайта [gov.uk](#)

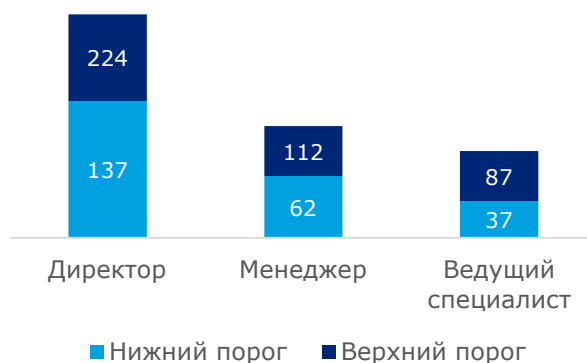
⁹⁸ Материалы сайта [The Guardian](#)

Рисунок 32. Средняя стоимость аренды офисной площади в Великобритании, тыс. долл. за м² в год⁹⁹



Считается, что такие города, как Манчестер, Бирмингем и Эдинбург могут превосходить Лондон с точки зрения привлекательности для создания малых и средних предприятий¹⁰⁰. Также согласно исследованию Лондонской школы бизнеса¹⁰¹, Лондон, Бирмингем, Эдинбург и Белфаст среди прочих входят в десятку лучших городов с точки зрения комфортности ведения малого бизнеса (включая доступность широкополосного Интернета, выбор офисных помещений, размер и условия кредитования малых и средних предприятий).

Рисунок 33. Диапазон оплаты труда специалистов по развитию бизнеса в Лондоне, тыс. долл. в год¹⁰²



⁹⁹ Office Space across the World, A Cushman & Wakefield Research Publication, 2014

¹⁰⁰ Материалы сайта startupdonut.co.uk

¹⁰¹ Материалы сайта mgmt.ucl.ac.uk

¹⁰² Salary Survey 2016, Robert Walters

Расходы, связанные с выходом компании на рынок Израиля

Основные организационно-правовые формы предприятий

Компания с ограниченной ответственностью (*Private limited company*)

Согласно израильскому законодательству компания с ограниченной ответственностью действует на основе договора как между акционерами, так и между компанией и акционерами. Компания может выпускать несколько типов акций: обычные, привилегированные, контрольные и учредительные.

Обыкновенные акции, как правило, дают своим держателям право избирать и быть избранными на общих собраниях акционеров в совет директоров. Дивиденды компании распределяются сначала в пользу держателей привилегированных акций, а затем в пользу владельцев обыкновенных акций. Учредительные акции, наоборот, дают право на дивиденды только после распределения прибыли между держателями прочих типов акций. Контролирующие акции могут давать исключительное право своему держателю избирать и быть избранным в состав совета директоров.

Как правило, компании, находящиеся в поисках финансирования выбирают данную организационно-правовую форму.

Основным недостатком компании с ограниченной ответственностью является необходимость предоставления годовой аудированной отчетности на ежегодном собрании акционеров.

К основным преимуществам компании с ограниченной ответственностью относятся:

- ограниченная ответственность акционеров;
- широкие возможности для финансирования.

Партнерство (*Partnership*)

Партнерство, как и компания с ограниченной ответственностью, предполагает создание отдельного юридического лица. Партнеры в составе предприятия могут быть генеральными или ограниченными. В первом случае партнер несет неограниченную ответственность по обязательствам, однако также имеет право на управление предприятием. Во втором случае партнеры не несут личной ответственности по обязательствам компании и не могут потерять больше своего вклада.

Прибыль предприятия облагается налогом после ее распределения между партнерами, то есть на индивидуальном уровне.

Основными недостатками партнерства являются:

- ограничение по количеству партнеров (не более 20 партнеров);
- меньшая гибкость при налоговом планировании;
- обложение прибыли партнерства налогом вне зависимости от того, распределяется ли она в конечном счете между партнерами.

Основными преимуществами партнерства являются:

- необязательность предоставления отчетности;
- ограниченная ответственность партнеров;

- наличие отдельного юридического лица;
- сквозное налогообложение.

Совместное предприятие (*Joint venture*)

Совместное предприятие представляет собой соглашение между двумя (или более) сторонами (организациями) для осуществления сотрудничества и достижения общих целей (стороны распределяют обязанности, задачи и выгоды). Участниками предприятия могут выступать физические лица, другие компании или партнерства. Одним из основных различий между совместным предприятием и партнерством является то, что совместное предприятие, как правило, создается для выполнения конкретного проекта. То есть после выполнения проекта совместное предприятие чаще всего закрывается. Другим отличием совместного предприятия от партнерства и компании с ограниченной ответственностью является то, что оно не является юридическим лицом.

Основными недостатками совместного предприятия являются:

- отсутствие отдельного юридического лица;
- влияние фактора личных взаимоотношений на совместный бизнес;
- ограниченный срок существования.

Основными преимуществами совместного предприятия являются:

- удобство данной формы ведения бизнеса при кратковременном сотрудничестве компаний;
- синергетический эффект от совместного использования материальных и нематериальных активов.

Налогообложение и льготы

Основными налогами для юридических лиц в Израиле являются налог на прибыль, налог на добавленную стоимость и налог на дивиденды.

Компании облагаются налогом на прибыль по фиксированной ставке 25% (снижена с 26.5% с января 2016 года). Ставка налога на прибыль может быть снижена до 9% или 16% для приоритетных предприятий (*priority enterprise*). Для того чтобы компания считалась приоритетной, необходимо выполнение хотя бы одного из следующих условий:

- компания работает главным образом в сфере био- и нанотехнологий и утверждена управлением по промышленным исследованиям и разработкам;
- в результате экспортной деятельности генерируется не менее 25% прибыли компании;
- компания в основном использует возобновляемые источники энергии¹⁰³.

Также существуют программы налоговых льгот для компаний с особым статусом (*Special priority enterprise*)¹⁰⁴. Такая компания должна соответствовать хотя бы одному из трех условий:

- в ближайшие три года компания планирует инвестиции в оборудование в размере 800 млн шекелей в центральном Израиле или в размере 400 млн шекелей в приоритетных регионах (Негев и Галилея);

¹⁰³ Материалы сайта crowehorwath.net

¹⁰⁴ Материалы сайта investinisrael.gov.il

- компания планирует инвестиции в НИОКР в размере не менее 150 млн шекелей в центральном Израиле или 100 млн шекелей в приоритетных регионах;
- компания планирует нанять не менее 500 работников в центральном Израиле или 250 работников в приоритетных регионах.

Подробное описание режимов приоритетных компаний и компаний с особым статусом можно изучить в отчете Министерства экономики и промышленности Израиля [Doing business in Israel 2016](#)¹⁰⁵.

Налог на дивиденды в Израиле может составлять 25% или 30% в зависимости от доли акций нерезидентов в компании. Для приоритетных компаний налог может составлять от 4% до 20% в зависимости от их статуса.

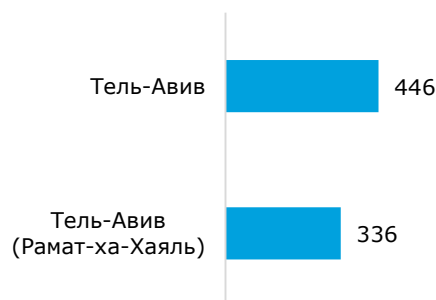
Налог на добавленную стоимость в зависимости от категории товаров и услуг составляет 0% или 17%¹⁰⁶.

Средние расходы на аренду помещения и содержание персонала

Арендные ставки и заработные платы в Израиле ниже, чем в Великобритании и США. Однако стоит учитывать, что израильский рынок является сравнительно небольшим, что делает его менее привлекательным для стартапов. В Израиль в основном приходят компании из стран с менее развитыми венчурными рынками, часто для того, чтобы, во-первых, привлечь финансирование, а во-вторых, получить доступ к другим международным рынкам (например, выход российской рекламной онлайн-платформы Solomoto на рынок США).

Тем не менее в Израиле существуют крупные развитые кластеры вокруг университетов, например, биотехнологический и фармацевтический кластер вокруг института Вайцмана. Кроме того, в Израиле находится около 250 научно-исследовательских центров крупных технологических компаний.

Рисунок 34. Средняя стоимость аренды офисной площади в Израиле, тыс. долл. за м² в год¹⁰⁷

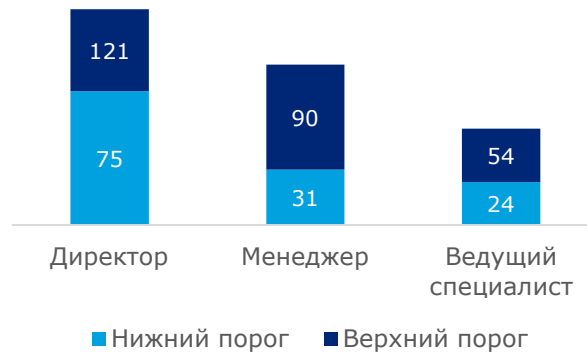


¹⁰⁵ Материалы сайта investinisrael.gov.il

¹⁰⁶ Israel Highlights 2016, Deloitte

¹⁰⁷ Office Space across the World, A Cushman & Wakefield Research Publication, 2014

Рисунок 35. Диапазон оплаты труда специалистов по развитию бизнеса в Израиле, тыс. долл. в год¹⁰⁸



Расходы, связанные с выходом компании на рынок Китая

Основные организационно-правовые формы предприятий

Подход к ведению бизнеса в Китае отличается от европейского и характеризуется большей степенью бюрократизации и государственного контроля. По данным Всемирного банка, процедура создания юридического лица в Китае в среднем занимает 28 дней, что в семь раз превышает показатель США¹⁰⁹.

Наиболее распространенной организационно-правовой формой для иностранных компаний в Китае является зарубежная компания (*Wholly foreign-owned enterprise*). Также в Китае возможно создание совместных акционерных предприятий и совместных объединенных предприятий.

Зарубежная компания (*Wholly foreign-owned enterprise*)

Зарубежная компания может быть создана исключительно сторонами, не являющимися резидентами Китая. Такая компания не может напрямую взаимодействовать с китайскими инвесторами (речь идет о континентальном Китае). Зарубежная компания регистрируется как отдельное юридическое лицо, что налагает ограниченную ответственность на ее владельцев.

В настоящее время зарубежная компания является наиболее распространенной формой для иностранных компаний, выходящих на рынок материковой части Китая, поскольку позволяет им осуществлять полный контроль над ее деятельностью.

В зарубежной компании должен быть создан совет директоров в составе не менее трех человек, однако для малого предприятия такое требование отсутствует: в данном случае в компании должен присутствовать хотя бы один исполнительный директор.

Основными недостатками зарубежной компании являются:

- необходимость компании арендовать офисное помещение, владелец которого должен иметь специальную лицензию;
- необходимость согласования с властями размера инвестированного иностранного капитала.

¹⁰⁸ Анализ «Делойта»

¹⁰⁹ Материалы сайта russian.doingbusiness.org

Основными преимуществами зарубежной компании являются:

- ограниченная ответственность владельцев компании;
- полный контроль владельцев над операционной деятельностью компании.

Совместное акционерное предприятие (*Equity joint venture*)

Совместные предприятия, как правило, создаются для использования знаний о рынке, а также производственных возможностей китайской стороны, включая технологию производства, ноу-хау и опыт иностранного партнера в продвижении на рынке.

Совместное предприятие является отдельным юридическим лицом. Главной особенностью такого предприятия является то, что его стороны берут на себя ответственность за убытки и распределяют прибыль пропорционально долям в акционерном капитале. Минимальный уровень иностранного участия в уставном капитале совместного предприятия составляет 25%, однако уставный капитал не ограничивается финансовым капиталом. Он также может включать в себя нефинансовые активы, такие как права на интеллектуальную собственность.

Кроме того, хотя бы одним участником совместного предприятия должна являться китайская сторона.

Основными недостатками совместного акционерного предприятия являются:

- необходимость участия в предприятии хотя бы одной стороны из Китая;
- ограниченное время существования предприятия;
- неограниченная ответственность партнеров;
- контроль государства над структурой капитала и размером долга предприятия.

Основными преимуществами совместного акционерного предприятия являются:

- более низкие затраты по сравнению с зарубежной компанией;
- более быстрый выход на рынок Китая за счет работы с местным партнером;
- возможность свободно нанимать работников из Китая.

Совместное объединенное предприятие (*Contractual Joint Venture*)

Стороны, вовлеченные в объединенное предприятие, могут действовать как отдельные юридические лица, они несут обязательства независимо друг от друга, а не как единая компания. Совместное предприятие может быть зарегистрировано в качестве юридического лица с ограниченной ответственностью.

Для объединенного предприятия не существует установленного минимального уровня иностранного капитала, как в акционерном предприятии. Это позволяет иностранной стороне оставаться миноритарным акционером. В отличие от акционерного предприятия прибыль объединенного предприятия распределяется в соответствии с условиями договора, а не исходя из долей в капитале.

Кроме того, для совместного объединенного предприятия предусмотрена возможность более гибкого формирования организационной структуры и управления активами.

Основными недостатками совместного объединенного предприятия являются:

- неограниченная ответственность участников;

- усиленная защита прав работников профсоюзами.

Основными преимуществами совместного объединенного предприятия являются:

- меньшие затраты по сравнению с зарубежной компанией;
- гибкость структуры капитала;
- гибкость организационной структуры и управления;
- неограниченный срок существования;
- независимые друг от друга обязательства сторон.

Налогообложение и льготы

Основными налогами для компаний в Китае являются налог на прибыль, налог на добавленную стоимость и налог на дивиденды.

Налог на прибыль корпораций исчисляется по фиксированной ставке 25%, однако прибыль малых предприятий может облагаться налогом по сниженной ставке 20% или 10%. Высокотехнологичные компании и компании, находящиеся в специальных инвестиционных зонах (специальные торговые зоны, зоны развития экономики и техники, зоны развития высоких технологий), могут исчислять налог на прибыль по ставке 15%¹¹⁰.

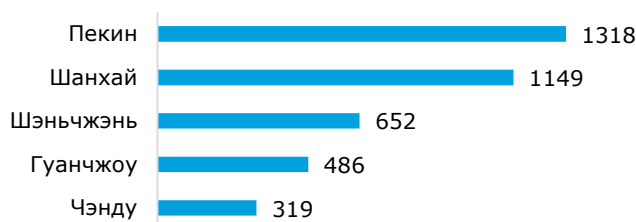
Также компании могут получать налоговые вычеты в размере 40% от налога на прибыль при реинвестировании прибыли в свою или другую компанию инвестиционной зоны, либо 100% от налога на прибыль, выплаченного с суммы реинвестирования прибыли в экспортно-ориентированное предприятие или предприятие сферы высоких технологий. Технологические компании могут получить полное освобождение от налога на прибыль на срок до двух лет с последующим уменьшением налога на 50% в течение трех лет¹¹¹.

Налог на добавленную стоимость в Китае составляет от 3 до 17%. Налог на дивиденды составляет 10%.

Средние расходы на аренду помещения и содержание персонала

Расходы на аренду офисного помещения в крупных городах Китая сравнимы с уровнем расходов в США и Великобритании. Пекин, Шанхай, Шэньчжэнь, Гуанчжоу и Чэнду входят в десятку наиболее благоприятных городов для создания стартапов в материковой части Китая¹¹². Аналогично другим странам улучшение бизнес-инфраструктуры влечет к повышению стоимости офисного пространства.

Рисунок 36. Диапазон оплаты труда специалистов по развитию бизнеса в Китае, тыс. долл. за м² в год¹¹³



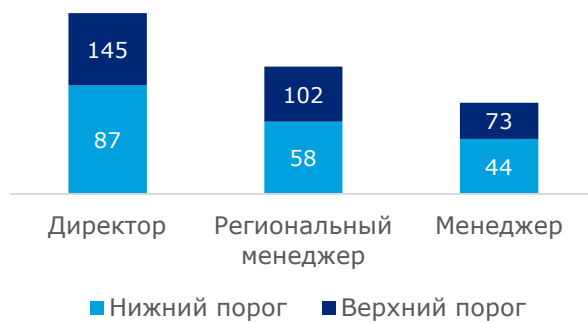
¹¹⁰ Taxation and Investment in China 2016, Deloitte

¹¹¹ China Highlights 2016, Deloitte

¹¹² Материалы сайта chinadaily.com

¹¹³ Office Space across the World, A Cushman & Wakefield Research Publication, 2014

Рисунок 37. Диапазон зарплаты специалистов по развитию бизнеса в Шанхае, тыс. долл. в год¹¹⁴



¹¹⁴ Salary Survey 2016, Robert Walters

Формирование команды на зарубежном рынке

Выход на зарубежные рынки может быть выполнен двумя основными способами: с организацией офиса (дочерней компании, представительства, филиала, отдела продаж и т. п.) либо без (подробнее см. в разделе «Механизмы выхода на зарубежный рынок»). Отсутствие офиса не исключает наличие сотрудников компании в интересующей стране.

Преимуществами выхода компании на новый рынок без организации офиса являются:

- отсутствие расходов на аренду офисного помещения;
- расширение географии подбора сотрудников (использование распределенной команды) — возможность комплектовать команду сотрудниками из разных регионов и стран с учетом оптимального соотношения их квалификации и стоимости.

К недостаткам распределенной команды относятся:

- проблемы с внутренними коммуникациями членов команды, обусловленные разницей во времени (члены проектной команды могут находиться в разных часовых поясах), а также языковыми и социокультурными различиями;
- сложности с привлечением инвесторов, предпочитающих компании со стабильными командами;
- проблемы контроля за работой сотрудников. Во многих компаниях проблемы контроля решаются при помощи специализированных систем учета рабочего времени, позволяющих отслеживать количество времени, которое сотрудник тратит на определенный вид работ в течение дня. Некоторые компании используют ежедневные короткие онлайн-совещания с членами команды для мониторинга статуса работ.

При выходе на иностранный рынок без организации офиса рекомендуется отдать на аутсорсинг следующий функционал: логистические услуги, ведение налогового и бухгалтерского учета, юридические услуги, услуги по рекламе и продвижению.

Выход на зарубежный рынок с организацией офиса предполагает, что большая часть сотрудников компании работает в офисе, при этом длительность и распорядок их рабочего дня регулируются местным законодательством и заключенными трудовыми соглашениями.

Пример

Причиной организации офиса в другой стране может быть **разница во времени**. Это особенно актуально для компаний, оказывающих консультационные услуги в режиме онлайн.

Организация офиса может быть обусловлена **культурой налаживания деловых связей**. Например, партнерства с локальными компаниями могут быть эффективным инструментом выхода на азиатские рынки (в т.ч. рынки Сингапура и Китая).

Основными преимуществами организации офиса при выходе на зарубежный рынок являются удобство контроля и управления командой, а также большая привлекательность для инвесторов. К недостаткам можно отнести значительные затраты на аренду и оснащение офисного помещения.

Основные направления аутсорсинга при выходе на зарубежный рынок с организацией офиса включают: логистические услуги, ведение налогового и бухгалтерского учета, юридические услуги, а также услуги HR-агентств по подбору команды.

Таблица 22. Преимущества и недостатки различных способов формирования команды при выходе на зарубежный рынок¹¹⁵

	Выход с организацией офиса	Выход без организации офиса
Команда	Нераспределенная, в офисе	Распределенная географически
Преимущества	<ul style="list-style-type: none">• Удобство контроля и управления• Доступность членов команды для совместной работы• Корпоративная культура и командный дух• Привлекательность для инвестора	<ul style="list-style-type: none">• Отсутствие затрат на офис• Отсутствие ограничений по географии поиска сотрудников• Возможность выбора сотрудников с учетом оптимального соотношения их квалификации и стоимости
Недостатки	<ul style="list-style-type: none">• Затраты на офис, технику, вспомогательный и обслуживающий персонал и т. д.• Затраты на обучение	<ul style="list-style-type: none">• Сложности контроля деятельности персонала• Влияние разницы во времени, языковых барьеров и социокультурных различий на коммуникации внутри команды• Сложности с привлечением инвесторов (инвесторы предпочитают проекты со стабильной командой)

Независимо от способа формирования команды проекта, при выходе на зарубежный рынок в штат необходимо включить сотрудника (менеджера или директора по развитию клиентов и/или бизнеса), обладающего знаниями об особенностях ведения бизнеса на новом рынке и менталитете бизнес-партнеров, а также имеющего сеть налаженных деловых контактов в сфере деятельности компании на интересующем рынке. Такого сотрудника необходимо наделить функционалом, позволяющим ему влиять на процессы адаптации продукта и сопутствующих услуг под выбранный рынок.

¹¹⁵ Анализ «Делойта», материалы сайта rb.ru

Государственная экспортная поддержка

Согласно [«Стратегии инновационного развития Российской Федерации на период до 2020 года»](#) необходимым условием создания и развития инновационных компаний в России является устранение ограничений по выводу российской высокотехнологичной продукции на внешние рынки, активное конкурентное поведение российских компаний на мировом рынке, а также создание высокотехнологичной продукции. Важным аспектом «Стратегии-2020» является создание условий для внедрения инноваций и высоких технологий.

Основные документы, регулирующие внешнеэкономическую деятельность (далее — ВЭД)

- [Государственная программа «Развитие внешнеэкономической деятельности»](#) (утверждена постановлением Правительства РФ от 15 апреля 2014 года № 330);
- государственная программа (подпрограмма) субъекта Российской Федерации «Развитие внешнеэкономической деятельности»;
- [Дорожная карта «Поддержка доступа на рынки зарубежных стран и поддержка экспорта»](#) (утверждена распоряжением Правительства РФ от 29 июня 2012 года № 1128-р, в редакции распоряжения Правительства РФ от 13 июля 2015 года № 1343-р);
- [Проект федерального закона «О поддержке экспорта в Российской Федерации»](#);
- [Паспорт приоритетного проекта «Системные меры развития международной кооперации и экспорта»](#) (утвержден по итогам заседания президиума Совета при Президенте России по стратегическому развитию и приоритетным проектам 30 ноября 2016 года).

Перечень государственных механизмов ВЭД

Государственные механизмы ВЭД подразделяются на финансовые и нефинансовые и реализуются институтами развития, оказывающими поддержку в ведении ВЭД.

К финансовым механизмам относятся:

- льготное долгосрочное и среднесрочное экспортное кредитование;
- государственные гарантии;
- страховая поддержка экспорта;
- таможенно-тарифное и нетарифное регулирование.

К нефинансовым механизмам относятся:

- международная договорно-правовая база (соглашения о защите инвестиций, соглашение о свободной торговле и т. д.);
- информационно-аналитическая поддержка;
- продвижение на внешних рынках;
- выставочно-ярмарочная деятельность;
- международное патентование;
- международная адаптация экспортных товаров;
- таможенное администрирование экспортной деятельности;
- логистическое сопровождение экспортной деятельности;
- выполнение агентских функций по взаимодействию с государственными организациями;

- представление предложений по улучшению условий ведения экспорта на государственном уровне;
- обучение экспортеров.

Государственная поддержка высокотехнологичного экспорта осуществляется следующими институтами (Таблица 23):

- по линии Министерства экономического развития Российской Федерации в рамках [Программы поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства](#), в том числе в рамках предоставления грантов начинающим экспортерам, субсидий на внешнеэкономическую деятельность, открытие зарубежного филиала, на компенсацию затрат по экспорту товаров, работ и услуг в формате региональной инфраструктуры поддержки малого и среднего экспортно-ориентированного бизнеса, которая имеет ряд собственных форм (компенсация расходов на сертификацию и патентование и прочее);
- через [АО «Российский экспортный центр»](#) при поддержке Министерства экономического развития Российской Федерации осуществляется [финансовая](#) и [нефинансовая](#) поддержка компаний. [Региональные подразделения РЭЦ](#) представлены в Калининграде, Ростове-на-Дону, Самаре, Нижнем Новгороде, Новосибирске, Владивостоке и в других городах России;
- по линии Министерства промышленности и торговли Российской Федерации в рамках предоставления [субсидии российским организациям-экспортерам промышленной продукции](#) на возмещение части (двух третей ставки рефинансирования) затрат на уплату процентов по полученным кредитам;
- по линии Министерства финансов Российской Федерации в рамках [возмещения части процентных ставок по экспортным кредитам](#);
- по линии ГК «Внешэкономбанк» в рамках предоставления [кредитов](#) (кредитных линий) иностранным организациям на финансовое обеспечение контрактов, связанных с приобретением высокотехнологичной продукции, производимой на территории Российской Федерации, включая проведение сопутствующих работ и оказание услуг (проектных, монтажных и пуско-наладочных работ, оказание российскими организациями услуг по обучению персонала, в том числе приобретение оборудования, необходимого для обучения);
- по линии Агентства стратегических инициатив (АСИ) в рамках [поддержки доступа на рынки зарубежных стран и поддержки экспорта](#);
- по линии Институтов инновационного развития в рамках поддержки ВЭД малых инновационных компаний.

Таблица 23. Основные механизмы поддержки внешнеэкономической деятельности инновационных компаний

Основные институты	Деятельность	Инструменты
Минэкономразвития России	Нефинансовые услуги: <ul style="list-style-type: none"> • разработка государственных программ и законов по развитию ВЭД, в т. ч. в регионах; • осуществление консультационной помощи и оказание услуг по выходу на зарубежные рынки малого и среднего предпринимательства; • организация и развитие АО «РЭЦ» 	<ul style="list-style-type: none"> • Портал внешнеэкономической информации • Государственная программа «Развитие внешнеэкономической деятельности» • Проект Федерального закона «О поддержке экспорта в Российской Федерации» • Государственная программа субъекта РФ «Развитие внешнеэкономической деятельности» • Торговые представительства РФ.

Основные институты	Деятельность	Инструменты
Координирующий институт — АО «Российский экспортный центр»	Финансовые услуги через институты: <ul style="list-style-type: none"> • ВЭБ; • ЭКСАР; • РОСЭКСИМБАНК. 	<ul style="list-style-type: none"> • Кредитно-гарантийная поддержка • Страхование.
	Нефинансовые услуги: <ul style="list-style-type: none"> • аналитическая поддержка; • продвижение на внешних рынках; • международное патентование; • международная адаптация; • таможенное администрирование экспортной деятельности; • логистическое сопровождение; • выставочно-ярмарочная деятельность, проведение бизнес-миссий, создание и расширение российских промышленных зон и торговых домов за рубежом, консигнационных центров. 	<ul style="list-style-type: none"> • Портал РЭЦ • Аналитический портал экспорт регионов • Точки присутствия в 2017 году появятся как минимум в 20 субъектах Российской Федерации, а в 2019 году — в 30. Уже в 2018 году число компаний-экспортеров, получивших поддержку РЭЦ, должно составить не менее 6,600, а к 2025 году — не менее 12,000 компаний ¹¹⁶.
Минфин России Минпромторг России	Финансовые услуги	<ul style="list-style-type: none"> • Возмещение части процентных ставок по экспортным кредитам • Предоставление финансирования, гарантий.
Агентство стратегических инициатив (АСИ)	Нефинансовые услуги	<ul style="list-style-type: none"> • Дорожная карта «Поддержка доступа на рынки зарубежных стран и поддержка экспорта».
Институты инновационного развития (ИИР): Сколково, РВК, ФРП	Финансовые услуги	Гранты, участие в капитале инновационных компаний
	Нефинансовые услуги	Предоставление экспертизы и услуг

Основную поддержку малым инновационным компаниям в экспорте оказывают институты инновационного развития (ИИР) (Рисунок 38):

- [Фонд содействия развитию малых предприятий в научно-технологической сфере](#) предлагает шесть ключевых программ развития для предприятий на разных стадиях их жизненного цикла. Программа «Интернационализация» направлена на содействие международному научно-техническому сотрудничеству, поддержку проектов по разработке несырьевой экспортно-ориентированной продукции;
- [Фонд «Сколково»](#) занимается организацией партнерских сетей и сотрудничества с российскими и зарубежными посольствами, торговыми представительствами, Торговой палатой РФ, с технопарками и институтами развития других стран. Также фонд разрабатывает и предоставляет программы акселерации и организует *road show* (презентация группы стартапов в нескольких городах или странах);
- [Фонд «ВЭБ Инновации»](#) учрежден Внешэкономбанком для осуществления инвестиций в высокотехнологичные проекты фонда «Сколково»;
- Международная деятельность [АО «РВК»](#) направлена на изучение актуальной информации о наиболее перспективных международных инновационных рынках, развитие партнерских отношений с ключевыми игроками рынков, а также на встраивание продукции и сервисов российских технологических компаний в

¹¹⁶ Материалы government.ru

глобальные цепочки создания стоимости, продвижение портфельных компаний и компаний-участниц GenerationS и рейтинга «ТехУспех» на международные рынки. РВК и РЭЦ заключили соглашение о сотрудничестве по поддержке экспорта российской высокотехнологичной продукции и услуг на 2016–2021 годы. РЭЦ содействует портфельным компаниям РВК и компаниям-участникам Национальной технологической инициативы (НТИ) в международном продвижении продукции и услуг компаний, консультирует предпринимателей по вопросам прохождения экспортных процедур, поиска партнеров и защиты результатов интеллектуальной деятельности;

- [Фонд инфраструктурных и образовательных программ \(ФИОП\)](#) осуществляет поддержку и развитие всех российских предприятий nanoиндустрии, в том числе не являющихся проектными компаниями РОСНАНО. Поддержка в области экспорта осуществляется путем организации образовательных программ и активного продвижения через торговые представительства;
- [АО «РОСНАНО»](#) поддерживает выход стартапов на международные рынки путем участия в капитале и продвижения портфельных компаний.

Рисунок 38. Механизмы поддержки выхода компаний на зарубежные рынки институтами инновационного развития



Раздел 5. Выход из проекта



Раздел 5. Выход из проекта

Способы выхода инвесторов из проекта

Для венчурного фонда процесс инвестирования завершается возвратом инвестиций, который происходит при выходе инвестора из проекта путем продажи своей доли. Жизненный цикл венчурных инвестиций обычно составляет от трех до семи лет. За этот срок стоимость инновационной компании должна достаточно вырасти, чтобы обеспечить инвесторам полный возврат инвестиций с определенной долей прибыли. Венчурный фонд определяет способ, которым будет произведен выход еще на этапе первых инвестиций. Соответствующие условия, как правило, закладываются в инвестиционное соглашение или иной документ, структурирующий сделку. Кроме того, участники сделки могут договориться о сроках возврата проинвестированной суммы. Однако время и способ выхода могут быть изменены к моменту осуществления выхода под влиянием различных внешних и внутренних факторов. Возможность такого изменения должна быть прописана в договоре¹¹⁷.

Основные варианты выхода из венчурных проектов включают:

- публичное размещение акций (*IPO*);
- продажа бизнеса стратегическому инвестору;
- продажа доли в компании финансовому инвестору;
- выкуп доли в бизнесе предпринимателем (в том числе *MBO*¹¹⁸);
- ликвидация/банкротство.

Стратегии выхода, как правило, анализируют и сравнивают по следующим критериям:

- ожидаемая прибыль;
- риск;
- финансовые затраты;
- трудозатраты (сложность и комплексность процесса)¹¹⁹.

Публичное размещение акций (*IPO*)

Наиболее привлекательным способом выхода как для инвестора, так и для предпринимателя является выход на публичный рынок, поскольку он предполагает возврат инвестиций со значительной премией (в среднем 15–20%). При этом выход на публичный рынок обеспечивает ликвидность оставшегося неразмещенным акционерного капитала, а также возможность привлечения относительно недорогого добавочного капитала для новых раундов финансирования.

Проведение IPO подходит только для тех венчурных проектов, которые соответствуют определенным требованиям:

- достижение целевых показателей (например, показателей роста);
- сравнительно большая для венчурного проекта капитализация (например, в США — от 70–80 млн долл., в России — от 150 млн руб.¹²⁰);

¹¹⁷ Баталина Е.И. Стратегии возврата средств венчурного инвестора

¹¹⁸ Материалы сайта investopedia.com: Management Buyout – выкуп доли компании руководством

¹¹⁹ Материалы сайта bgscience.ru

¹²⁰ По данным РИИ Московская биржа

- достаточный объем операций для обеспечения интереса со стороны институциональных и индивидуальных портфельных инвесторов и ликвидности размещаемых акций;
- акционирование, т. е. перевод компании в правовую форму публичной компании (в России — ПАО);
- готовность к публичному раскрытию информации на рынке.

Таблица 24. Преимущества и недостатки IPO

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">• обеспечивает доступ к долгосрочному капиталу;• улучшает финансовое положение компании;• обеспечивает ликвидность для акционеров;• повышает осведомленность общественности (престиж компании);• повышает способность компании привлекать и удерживать ключевых сотрудников через опционы на акции.	<ul style="list-style-type: none">• лишает компанию конфиденциальности операционной деятельности;• создает давление на краткосрочные показатели;• снижает гибкость бизнеса;• IPO связано с высокими затратами, ведет к необходимости обеспечения последующих требований торговых площадок (например, внутренний контроль);• повышает внимание к вознаграждению менеджмента.

Для публичного размещения акций компаниям необходимо соответствовать требованиям биржевых площадок (Приложение 5).

Продажа бизнеса стратегическому инвестору

Стратегический покупатель ожидает получения синергетического эффекта от объединения с бизнесом приобретаемой компании. Обычно стратегический инвестор осуществляет деятельность в той же отрасли, что и приобретаемая компания, и путем слияния стремится получить доступ к новым рынкам, приобрести опыт, патенты или ноу-хау компании, в том числе в области стратегического управления. Как правило, приобретение существующей компании или готовой технологии дешевле и быстрее самостоятельного создания.

Чем выше ожидаемый синергетический эффект, тем по более высокой стоимости компания-покупатель готова приобрести целевую компанию. Это может быть обусловлено тем, что ожидаемые выгоды являются специфическими для покупателя и достижимы при относительно небольших инвестициях и тщательном планировании интеграции. Принимая во внимание подобные цели и ожидания стратегического инвестора, существующим инвесторам в процессе планирования выхода необходимо спрогнозировать и оценить потенциальный синергетический эффект, чтобы обосновать максимальную оценку стоимости продаваемой доли.

Стратегический инвестор интегрирует инновационную компанию в существующий бизнес, так как в противном случае ее отчетность не сможет быть консолидирована с его финансовой отчетностью как часть бизнеса и будет рассматриваться как долгосрочные финансовые инвестиции. Поэтому одновременно происходит выход всех прочих инвесторов, осуществляется смена руководства. При продаже компании стратегическому инвестору используются две основные формы: продажа акций и продажа активов.

Помимо инновационной идеи или продукта причиной покупки компании стратегическим инвестором также может являться проектная команда. Такой вид покупки инновационной компании называется *acqui-hire* или *acq-hire* (от *acquire* – приобретать и *hire* – нанимать

на работу), то есть покупка стартапа крупной компанией с целью приобретения его команды. Крупный холдинг может быть не заинтересован в развитии продукта инновационной компании, но при этом испытывать необходимость в талантливых специалистах для усовершенствования своей продукции.

Таблица 25. Преимущества и недостатки продажи бизнеса стратегическому инвестору

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">• развитие бизнеса инвестора и инновационной команды благодаря синергетическому эффекту;• упрощение процесса оценки стоимости бизнеса, в связи с чем, структурирование сделки протекает быстрее, чем в случае с финансовым покупателем;• меньшее количество финансовых ограничений в связи с тем, что цели стратегического инвестора отличаются от целей финансового инвестора.	<ul style="list-style-type: none">• возможность смены или снижения автономии менеджмента;• возможность негативного влияния на корпоративную культуру и моральный дух команды;• негативное влияние на лояльность клиентов;• риск увеличения бюрократии и снижения гибкости при принятии решений;• утечка информации к конкуренту в случае, если сделка не состоится.

Продажа доли в компании финансовому инвестору

Данный вариант выхода может быть самостоятельным или связанным с привлечением компанией финансирования в новом раунде. В качестве потенциальных покупателей могут выступать:

- институциональные квалифицированные инвесторы, такие как пенсионные фонды и крупные страховые компании, которые могут быть заинтересованы в выкупе доли инвестора, реже — части доли предпринимателя до *IPO*, если эта доля предлагается с определенным, иногда достаточно существенным, дисконтом;
- некоторые венчурные и паевые инвестиционные фонды, работающие на открытом рынке и специализирующиеся на вложениях в акции быстрорастущих компаний еще на втором-третьем раунде финансирования;
- инвесторы, которые специализируются на менее рискованных инвестициях или отраслевых инвестициях, например, в недвижимость, логистические и дистрибьютерские компании, медиакомпании;
- банки, покупающие компанию ради ее текущего дохода. Доход компании в отдельные моменты развития рынка банковских услуг может превышать стандартный банковский процент.

Финансовые инвесторы тщательно подходят к процедуре предынвестиционного исследования и могут использовать сложные структуры сделки. Для достижения целевых показателей отдачи от инвестиций финансовые инвесторы часто используют значительное кредитное плечо (т. е. дополнительный долг). В результате они становятся более чувствительными к таким факторам, как качество управления, устойчивость уровня операционной прибыли и свободного денежного потока.

Таблица 26. Преимущества и недостатки продажи доли в компании финансовому инвестору

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">активное участие текущего менеджмента и акционеров в деятельности бизнеса;отсутствие значительного влияния на функционирование бизнеса: не оказывает влияния на лояльность клиентов и моральный дух сотрудников (по сравнению со стратегическим инвестором);обеспечение доступа к финансовым ресурсам для мероприятий, нацеленных на рост бизнеса.	<ul style="list-style-type: none">необходимость постоянного участия владельца в бизнесе;значительная зависимость потенциала роста компании от действий менеджмента;жесткие требования к финансовой отчетности;необходимость продолжительного и глубокого прединвестиционного анализа (в том числе в связи с участием дополнительного кредитора).

Выкуп доли в бизнесе предпринимателем/менеджментом (в том числе МВО)

Процесс выхода может обеспечиваться системой опционов для частичного приобретения пакетов акций. Структура выхода состоит из совокупности прав и обязательств сторон на продажу своих долей и покупку долей партнера.

Выкуп доли в бизнесе может быть осуществлен как самим предпринимателем, так и командой менеджеров. Как правило, возможность выкупа бизнеса предпринимателем предусматривается системой опционов «пут» и «колл» на этапе структурирования сделки и согласования ее условий. В обмен на право инвестора продать контроль над компанией стратегическому инвестору, выраженное в виде пут-опциона инвестора, предприниматель всегда получает колл-опцион на выкуп этой доли.

Основатели бизнеса или высшее руководство компании, скорее всего, не смогут использовать денежные потоки для ее выкупа. Поэтому такие сделки, как правило, реализуются с привлечением долгового финансирования и называются финансируемым выкупом (*leveraged buyout, LBO*). Сделку выкупа менеджментом доли компании называют *management buyout (MBO)*.

MBO является одним из самых неблагоприятных способов выхода для инвестора. В этом случае инвесторы продают доли за минимальную цену, так как основатели и менеджмент не обладают значительными финансовыми ресурсами, но имеют рычаги управления.

Продажа доли текущему руководству обычно происходит при отсутствии других покупателей на рынке. Однако данный способ может стать оптимальным выбором так как, инвестор возвращает средства в инвестиционный оборот с минимальными потерями (или с небольшим доходом), а предприниматель получает полный контроль над бизнесом без значительных затрат личных средств.

Таблица 27. Преимущества и недостатки выкупа доли в бизнесе предпринимателем/менеджментом

Преимущества	Недостатки
<ul style="list-style-type: none">не требует проводить оценку хозяйственной деятельности компании;простота структуры сделки;отсутствие необходимости проведения долгих и сложных согласований.	<ul style="list-style-type: none">относительно низкая оценка продаваемой доли по сравнению с прочими способами выхода;необходимость привлечения дополнительного финансирования самой компанией.

Ликвидация

Ликвидация компании редко сопровождается возвратом средств, вложенных инвестором. Однако в некоторых случаях стоимость активов компании, реализованных по отдельности, может превышать рыночную стоимость бизнеса. Таким образом к ликвидации инвестор прибегает в случае неблагоприятного развития событий для компании.

Преимуществом ликвидации является возможность возврата инвестиций, которая, однако может не принести прибыли. Кроме того, процедура ликвидации связана с дополнительными затратами на оплату государственных пошлин, услуг ликвидатора и иных юридических процедур.

Привлекательность данного способа выхода из инвестиций зависит от их формы. В случае долгового участия или заключения договора конвертируемого займа до момента конвертации кредитор имеет первоочередное право погашения задолженности, в то время как требования долевых участников погашаются по остаточному принципу.

Факторы, влияющие на выбор стратегии выхода инвестора

Стратегия выхода зависит от стадии жизненного цикла инновационной компании. Выход инвестора на посевной стадии возможен только в случае участия фондов посевного финансирования. Так как на посевной стадии и стадии «стартап» инновационная компания не имеет ретроспективных данных и финансовых показателей, потенциальными покупателями доли инвестора чаще всего являются стратегические инвесторы, заинтересованные в приобретении технологии или талантливой команды. В данном случае проекту также необходима поддержка успешного бизнеса в формировании стратегии и тактики развития для дальнейшего роста.

На стадии раннего роста и расширения инновационная компания чаще всего привлекает средства при помощи финансового инвестора. Выход на *IPO* возможен в основном для зрелых компаний, что обусловлено трудоемкостью процесса и требованиями, которые возникают в связи с публичным статусом компании.

Таблица 28. Способы выхода в зависимости от стадии жизненного цикла инновационной компании

Стадия	Способ выхода
Посевная	<ul style="list-style-type: none">• Продажа стратегическому инвестору, в т.ч. <i>acquirhiring</i>
Стартап	<ul style="list-style-type: none">• Продажа активов целиком или по частям
Ранний рост	<ul style="list-style-type: none">• Продажа стратегическому инвестору, в т.ч. <i>acquirhiring</i>• Продажа активов целиком или по частям
Расширение	<ul style="list-style-type: none">• Продажа финансовому инвестору• Выкуп доли основателями/менеджментом
Поздняя	<ul style="list-style-type: none">• Продажа стратегическому инвестору• Продажа активов целиком или по частям• Продажа финансовому инвестору

Еще одним фактором, определяющим способ выхода из проекта, является сценарий (перспективы) развития проекта. Каждый из способов выхода характеризуется различным уровнем трудоемкости и эффективности (прибыли на инвестиции). Выход на *IPO* является наиболее трудоемким, но, как правило, оказывается самым прибыльным для инвестора. Поэтому данный способ подходит только для успешно развивающихся компаний, рыночная оценка которых будет высокой. Также успешные проекты могут быть проданы стратегическому инвестору или выкуплены основателями и менеджментом. В случае, если

компания имеет возможность самостоятельно продолжить свое развитие, без дополнительной поддержки отраслевого специалиста (в лице стратегического инвестора), возможна продажа финансовому инвестору.

Даже неуспешный проект благодаря инновационной технологии или талантливой команде может быть интересен стратегическому инвестору. Однако, несмотря на то что ликвидация активов является наименее эффективным для инвестора способом выхода из проекта, в случае неблагоприятного сценария развития проекта она применяется чаще всего.

Наиболее негативным сценарием является банкротство компании. Банкротство представляет собой прекращение деятельности компании, обладающей значительной задолженностью, которую она не может погасить самостоятельно. Процедура банкротства — это организационно-правовой процесс, который применяется к должнику при признании его неплатежеспособным. В соответствии с *Федеральным законом от 26 октября 2002 года № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»* при рассмотрении дела о банкротстве должника — юридического лица применяются следующие процедуры: наблюдение, внешнее управление, финансовое оздоровление, конкурсное производство и мировое соглашение.

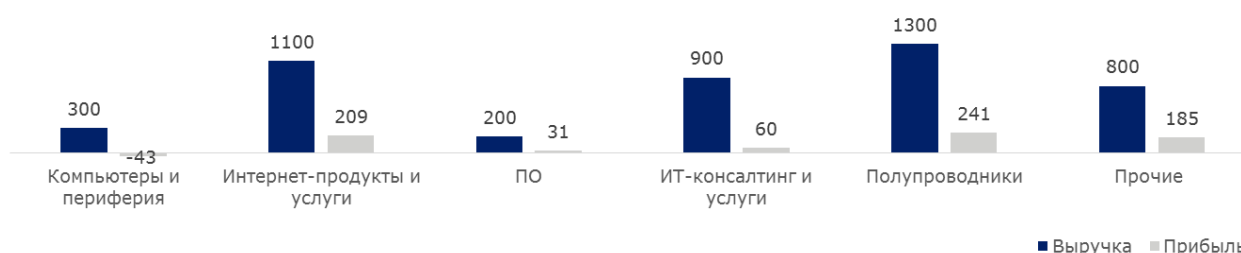
Рисунок 39. Способ выхода венчурного инвестора в зависимости от сценария развития проекта

Сценарий развития	Неуспешный		Успешный	
Способы выхода	<ul style="list-style-type: none">• Ликвидация, в т. ч. банкротство	<ul style="list-style-type: none">• Продажа стратегическому инвестору, в т. ч. acquiring• Продажа активов целиком или по частям	<ul style="list-style-type: none">• Стратегический инвестор• Финансовый инвестор• Выкуп доли основателями/менеджментом	<ul style="list-style-type: none">• Выход на IPO

Российская и международная практика выхода инвесторов из проекта

Среди рассмотренных способов выхода из проекта наиболее привлекательным для инвестора является IPO. Лидирующими отраслями по количеству и стоимости новых размещений являются промышленность, технологии и медицина. Среди технологических IPO наиболее высокий уровень выручки наблюдается у сектора полупроводников, в то время как согласно показателю прибыли лидирует сектор интернет-продуктов и услуг. В секторе компьютеров и периферии при положительной выручке наблюдается отрицательная прибыль (Рисунок 40).

Рисунок 40. Выручка и прибыль публичных компаний технологического сектора за 2015 год, млн долл.



Российский венчурный рынок

Российские венчурные фонды совершили 23 и 32 выхода из портфельных компаний в 2014 и 2015 годах соответственно. При этом выходов посредством проведения IPO в последние годы не отмечалось. Это связано с тем, что венчурные инвесторы сталкиваются с ограниченностью национального фондового рынка, на котором активно торгуются лишь акции нескольких десятков крупных компаний.

Российские технологические компании могут проводить IPO на площадке «Рынок инноваций и инвестиций» Московской биржи (РИИ)¹²¹. Например, на данной площадке разместили свои акции такие компании как «Русские навигационные технологии» и «Диод», также летом 2014 года дополнительное размещение акций на данной площадке провел Yandex¹²².

Крупные российские технологические компании также размещают свои акции за рубежом. К наиболее значимым IPO российских высокотехнологических компаний на мировых биржах можно отнести Mail.Ru Group, Yandex, а также IPG Photonics (NASDAQ) и Rambler (LSE/AIM), которые в настоящее время находятся вне юрисдикции РФ (Таблица 29).

Таблица 29. Наиболее значимые IPO высокотехнологических компаний на российской и мировых биржах

Год	Название	Фондовая биржа	Объем привлеченных средств
2008	Mail.Ru Group	LSE	912 млн долл.
2009	«Институт стволовых клеток человека»	MMBБ	4.7 млн долл.

¹²¹ По данным [РИИ Московской биржи](#)

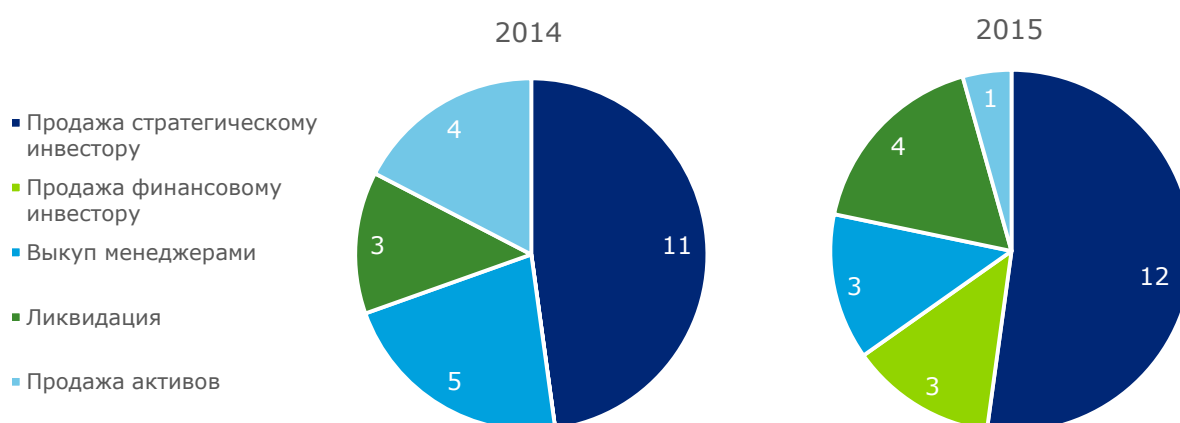
¹²² Материалы сайта [habrahabr.ru](#)

Год	Название	Фондовая биржа	Объем привлеченных средств
2010	«Русские навигационные технологии» ¹²³	РИИ ММВБ	300 млн руб.
2010	«Диод»	РИИ ММВБ	297 млн руб.
2011	Yandex	NASDAQ	1300 млн долл.

Общее количество выходов в России значительно ниже, чем их средняя величина в американской практике. Это связано с относительно небольшими размерами российского рынка, а также с невысоким спросом со стороны потенциальных покупателей портфельных компаний.

В 2015 году 50% выходов инвесторов из портфельных компаний состоялись посредством продажи стратегическим инвесторам. Через продажу финансовым инвесторам и выкуп руководством компаний выход провели 26% компаний. Ликвидированы были 17% портфельных компаний (Рисунок 41).

Рисунок 41. Совокупное число выходов венчурных инвесторов¹²⁴



Продажа стратегическому инвестору занимает наибольший удельный вес в общем числе выходов в последние годы (в среднем 40% в период с 2011 по 2015 год). Недоверие между экономическими агентами и несовершенство судебно-правовой системы не способствуют развитию данного вида выхода. Поэтому зачастую российские инновационные компании выкупаются иностранными стратегическими инвесторами, обычно способными предложить более высокую цену. Наибольшее распространение данный сценарий получил в секторе производства программного обеспечения, где ряд российских фирм-производителей программного обеспечения были проданы компаниям из Кремниевой долины.

Статистика выходов через **продажу финансовому инвестору** (другому фонду) свидетельствует об отсутствии спроса со стороны фондов прямых инвестиций на портфельные компании венчурных фондов — в среднем 14% за 2011–2015 годы.

¹²³ ОАО «Русские навигационные технологии» вышла на IPO на рынке инноваций и инвестиций ММВБ, став первой российской венчурной компанией, прошедшей классический путь развития от студенческого стартапа до выхода на IPO

¹²⁴ РАВИ. Обзор рынка: прямые и венчурные инвестиции в России 2015

На рисунке ниже (Рисунок 42) отражено распределение выходов из венчурных компаний по отраслям. В отрасли телекоммуникационных услуг было совершено 17 выходов инвесторов из портфельных компаний, что составило 99% всех выходов в России.

На Россию в 2015 году пришлось только 0.6% всех выходов из венчурных инвестиций в мире и 2–3% в Европе.

Рисунок 42. Совокупное число выходов из венчурных компаний по отраслям в 2015 году¹²⁵



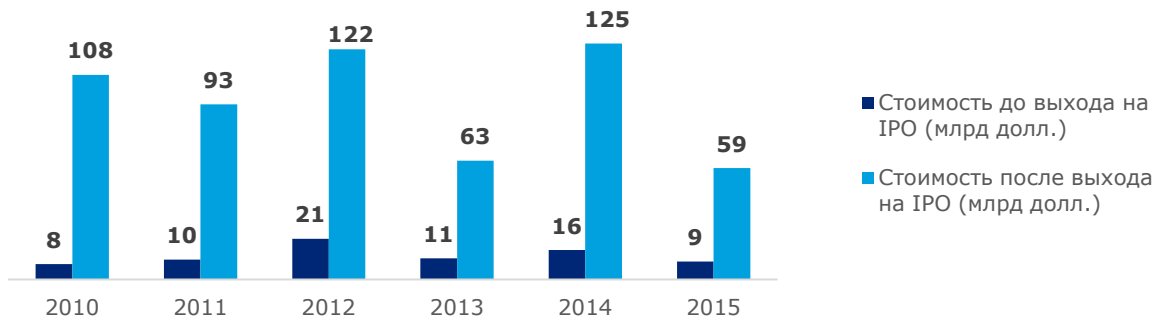
Венчурный рынок США

В последние годы количество выходов на IPO в США снижается: за 2015 год только 77 портфельных компаний вышло на IPO, что на 34% ниже, чем в 2014 году, но на 15% выше показателей 2010 года.

Стоимость компании после публичного размещения акций в 2014 и 2015 годах превышает стоимость до выхода на IPO в 7.8 и 6.5 раз соответственно (Рисунок 43). Данное соотношение демонстрирует отрицательную динамику прироста стоимости компаний, хотя оно и выше, чем в 2012 и 2013 годах, но значительно ниже показателей 2010 и 2011 годов (13.5 и 9.3 раз). Таким образом, можно сделать вывод о снижении привлекательности IPO как способа выхода для инвесторов.

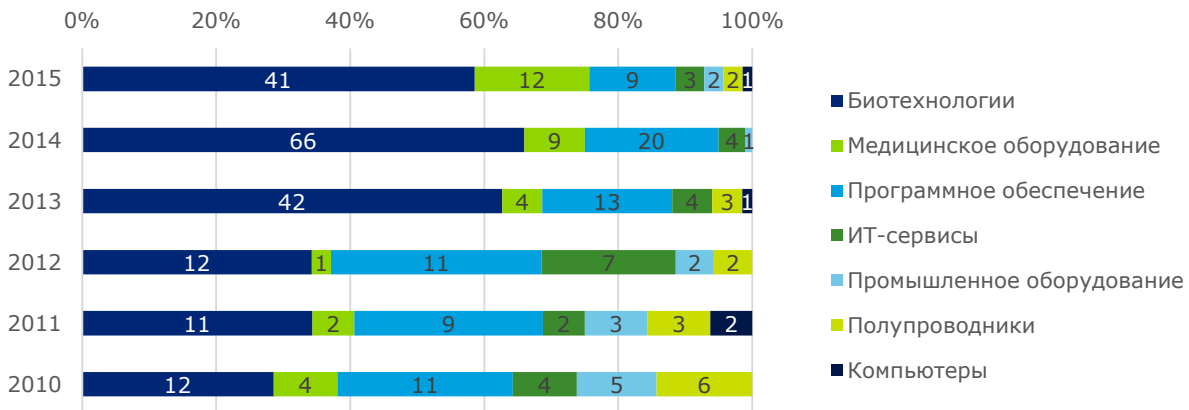
¹²⁵ РАВИ. Обзор рынка: прямые и венчурные инвестиции в России 2015

Рисунок 43. Стоимость до и после выхода компании на IPO¹²⁶



Основными секторами экономики, в которых венчурные компании осуществили публичное размещение акций в 2015 году, являются: биотехнологии, медицинское оборудование, программное обеспечение, ИТ-сервисы, промышленное оборудование, полупроводники, компьютеры. В 2015 году наибольшее количество выходов на IPO в США как по общему количеству, так и по стоимости до размещения состоялось в секторе биотехнологий (Рисунок 44 и Рисунок 45). Этот сектор лидирует с 2013 года, занимая более 50% от всех IPO. Также положительная динамика наблюдается в секторе разработки и внедрения медицинского оборудования. Количество публичных размещений акций в данном секторе выросло в три раза с 2013 года. Средняя стоимость компании до выхода на IPO в секторе программного обеспечения выше, чем в секторе биотехнологий и медицинского оборудования: на девять публичных размещений цена предложения составила 1 507 млн долл.

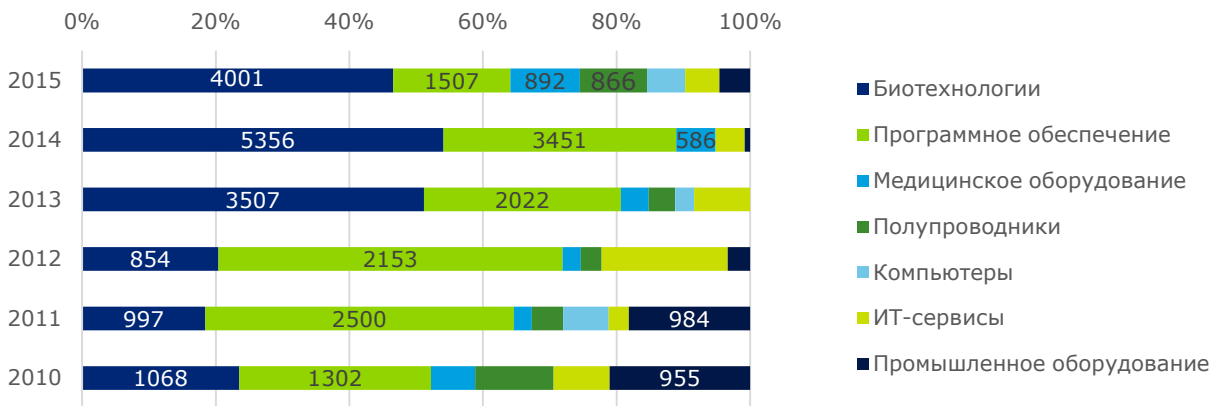
Рисунок 44. Количество выходов через IPO по отраслям в 2015 году¹²⁷



¹²⁶ Анализ «Делойта» на основе материалов 2016 NVCA Yearbook

¹²⁷ Анализ «Делойта» на основе материалов 2016 NVCA Yearbook

Рисунок 45. Цена предложения при выходе на IPO по отраслям в 2015 году, млн долл.¹²⁸



На ИТ-сектор в 2015 году пришлось всего три IPO. Это связано с тем, что большинство американских инвесторов считают значение IPO в финансовом успехе ИТ-компаний крайне переоцененным¹²⁹. В настоящее время выход на биржу не является обязательным условием для привлечения крупных инвестиций. Если два десятилетия назад компании могли привлечь несколько миллиардов долларов только через IPO, то в настоящее время вполне возможно привлечение таких средств и через продажу стратегическому инвестору.

Американские эксперты установили закономерность изменения необходимого объема выручки для выхода на IPO: 80 млн долл. в настоящее время, в то время как 10 лет назад он составлял 40 млн долл., а 20 лет назад — 20 млн долл.¹³⁰ Сегодня некоторые аналитики отмечают следующую тенденцию: прибыль венчурной компании при выходе на IPO уже не является определяющим фактором успеха¹³¹. Признаками успешности являются: аудитория в несколько миллионов потребителей в разных странах, способность к дальнейшему масштабированию, быстрый темп роста выручки (более 10%) и хорошая макроэкономическая ситуация в стране.

В настоящее время в США перспективные стартапы вместо IPO выбирают вариант полной или частичной продажи бизнеса стратегическому инвестору. В некоторых случаях такой выбор может быть наиболее привлекательным и с финансовой точки зрения. Например, стартап Jet вместо конкурирования за долю рынка с Amazon, продал компанию Wal-Mart за 3.3 млрд долл., Uber Technologies осуществила продажу своего китайского подразделения местному инвестору Didi Chuxing Technology за более чем 1 млрд долл.¹³²

Таким образом, вариант выхода через слияние или поглощение (M&A) рассматривается обычно в двух случаях:

- компания является узкоспециализированной и не может дальше масштабироваться (вероятнее всего, что с момента ее основания стратегия выхода была направлена на последующую продажу);
- компания не выполняет установленный план по достижению определенных показателей.

¹²⁸ Анализ «Делойта» на основе материалов 2016 [NVCA Yearbook](#)

¹²⁹ Материалы сайта [vc.ru](#)

¹³⁰ На основе интервью с зарубежными экспертами

¹³¹ Материалы сайта [vc.ru](#)

¹³² Материалы сайта [roem.ru](#), [secretmag.ru](#)

По имеющимся данным, только 11% зарегистрированных в США стартапов вышли на IPO или были поглощены другой компанией¹³³.

Другие страны

В **Израиле** основным способом выхода из портфельных компаний является продажа стратегическим инвесторам. В 2015 году общая сумма выходов составила 9.02 млрд долл. при среднем количестве сделок 104. При этом топ-3 выхода составили 30% от общей суммы всех выходов. Среднее время, которое проходит от вложения средств и до выхода из проекта, в Израиле составляет 9.5 лет по данным на 2015 год¹³⁴. Каждая пятая компания из сектора высоких технологий, котирующаяся сегодня на Нью-Йоркской бирже NASDAQ, — израильская или бывшая израильская компания¹³⁵. На NASDAQ котируется больше израильских компаний, чем всех европейских, вместе взятых¹³⁶.

Для **Сингапура** наиболее предпочтительным и частым способом выхода инвестора из портфельной компании является выход на IPO на гонконгской бирже¹³⁷, что обуславливается утратой Сингапурской биржей (*Singapore Stock Exchange, SSX*) своего IPO-превосходства на рынке Азии¹³⁸. Также представители фондов отмечают умеренный интерес к выходу путем продажи портфельной компании стратегическому инвестору.

Таким образом, страновые особенности заключаются преимущественно в предпочтениях инвесторами тех или иных способов выхода, что в свою очередь определяется уровнем развития рынка.

¹³³ Материалы сайта dowjones.com

¹³⁴ [IVC-Meitar Exits Report 2015, IVC Research Center](#)

¹³⁵ Материалы сайта [Israelonline](http://israelonline)

¹³⁶ Материалы сайта habrahabr.ru

¹³⁷ Материалы сайта hkex.com.hk

¹³⁸ Материалы [Bloomberg](#)

Раздел 6. Дополнительные источники информации

Раздел 6. Дополнительные источники информации

Информационные сайты о рынке технологий и венчурного инвестирования

Название	Ссылка	Описание
Crunchbase	crunchbase.com	База бизнес-информации о компаниях, включающая в себя и стартапы, и корпорации
VentureSource	dowjones.com	Международная база данных о предприятиях с участием венчурного и частного акционерного капиталов из любой отрасли и на любой стадии развития
Rusbase	rb.ru	Издание о технологиях и бизнесе, организатор мероприятий и разработчик сервисов для предпринимателей и инвесторов
Rusbase deal	rb.ru/deals	Список публичных сделок и профилей игроков инновационного и венчурного рынков
OnStartups	onstartups.com	Информационное онлайн-издание о ПО-стартапах
Tech.co	tech.co	Издание о технологиях и бизнесе, организатор мероприятий для стартапов, предпринимателей и технологических энтузиастов
Entrepreneur	entrepreneur.com	Издание обо всех областях управления бизнесом — от руководства до маркетинга, технологий и финансов
The venture alley	theventurealley.com	Издание о бизнесе и связанных с ним юридических вопросах, имеющих важное значение для предпринимателей, стартапов, венчурных капиталистов и бизнес-ангелов
Techcrunch	techcrunch.com	Бизнес-издание о мировых новостях в сфере стартапов и

Название	Ссылка	Описание
		инвестиций
VentureBeat	venturebeat.com	Издание о технологических инновациях: новостях, событиях, исследованиях и перспективах
VC	vc.ru	Издание для предпринимателей о стартапах, растущих компаниях, новых моделях заработка, неординарных личностях со всего мира и технологиях роста
GeekTimes	geektimes.ru	Проект по распространению технологий и знаний о науке. В проект заложена модель совместного творчества, позволяющая людям собирать и структурировать информацию
VentureClub	ventureclub.co	Платформа для синдицирования инвестиций бизнес-ангелов; мероприятия, инвестиционные сессии, образовательные программы и тематические семинары для инвесторов; сообщество для обмена опытом между всеми членами клуба
VC-list	vc-list.com	Ресурс, созданный для обучения основателей стартапов процессам финансирования. Включает в себя образовательные статьи, охватывающие все аспекты того, как привлекать капитал для стартапа
Tech in Asia	techinasia.com	Информационная платформа с новостями и аналитикой технологического сообщества в Азии
Huffpost Tech UK	huffingtonpost.co.uk	Информационная платформа с новостями и аналитикой технологического сообщества в Великобритании
StartupMonthly	startupmonthly.com	Информационный портал об инновационной экосистеме
Startuproar	startuproar.com	Информационный портал об

Название	Ссылка	Описание
		инновационной экосистеме
Austin Startups	austinstartups.com	Информационная платформа Остина (Техас) с информацией о новостях и аналитикой технологического сообщества
Startpack	startpack.ru	Информационный портал об инновационной экосистеме
Techrepublic	techrepublic.com	Информационный портал об инновационной экосистеме
Cleverism	cleverism.com	Издание для предпринимателей о стартапах, растущих компаниях, новых моделях заработка, неординарных личностях со всего мира и технологиях роста
Хакер	xakep.ru	Издание об информационной безопасности, вирусах, мобильных девайсах, новых языках программирования и т. д.

Механизмы поддержки ВЭД (для выхода на международные рынки)

Название	Ссылка	Описание
Инновации в России	innovation.gov.ru	Единый информационно-аналитический портал государственной поддержки инновационного развития бизнеса
Фонд содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере	fasie.ru	Программы поддержки развития малых форм предприятий в научно-технической сфере
Фонд «Сколково»	sk.ru/news	Миссия фонда — создание экосистемы и условий для инновационного процесса, в которых ученые, конструкторы, инженеры и бизнесмены совместно с участниками образовательных проектов могут работать над созданием конкурентоспособных наукоемких разработок мирового уровня в пяти направлениях: энергоэффективность и энергосбережение (ЭЭТ), ядерные технологии (ЯТ), космические технологии и телекоммуникации (КТиТК), биомедицинские технологии (БМТ), стратегические компьютерные технологии и программное обеспечение (ИТ)
Фонд «ВЭБ Инновации»	innoveb.ru	Фонд финансирует проекты всех кластеров «Сколково», инвестируя в акционерный капитал, и предоставляет заемное финансирование инновационным компаниям с целью поддержать предпринимателей в создании компании с высокой капитализацией и получить доход от вложенных ресурсов
АО «РВК»	rvc.ru	Государственный институт развития, один из ключевых инструментов государства в деле построения национальной инновационной системы
АО «РОСНАНО»	rusnano.com	РОСНАНО реализует государственную политику по развитию наноиндустрии, выступая соинвестором в нанотехнологических проектах со

Название	Ссылка	Описание
		значительным экономическим или социальным потенциалом
АСИ	asi.ru	Российская автономная некоммерческая организация, созданная Правительством РФ для реализации комплекса мер в экономической и социальной сферах. В частности, для продвижения приоритетных проектов, реализации мероприятий по улучшению предпринимательской среды в России, развитию профессиональных кадров и т. п.
Министерство экономического развития РФ	economy.gov.ru	
Портал внешнеэкономической информации	ved.gov.ru	
Министерство промышленности и торговли РФ	minpromtorg.gov.ru	
Российский экспортный центр	exportcenter.ru	
Министерство финансов РФ	minfin.ru	
Внешэкономбанк	veb.ru	
ЭКСПАР	exiar.ru	
РОСЭКСИМБАНК	eximbank.ru	
Enterprise Europe Network.ru	business-russia-een.ru	Российское представительство Европейской сети поддержки предпринимательства (инфраструктура по поддержке выхода российских компаний на рынки европейских стран)
Путеводитель по инновационной экосистеме Великобритании, РВК, 2014 год	rvc.ru	Исследование инновационной экосистемы Великобритании, инвестиционная среда

Название	Ссылка	Описание
Департамент по международной торговле Великобритании	gov.uk	Статистические материалы, перечень и описание программ поддержки, политик Великобритании в сфере международной торговли, статьи и исследования
Инновационная экосистема Израиля. Возможности российско-израильского сотрудничества, РВК, 2013 год	rvc.ru	Исследование инновационной экосистемы Израиля, описание кейсов сотрудничества, анализ рынка венчурного капитала Израиля
Образовательный курс РЭЦ для экспортеров	exportedu.ru	Курс, рассчитанный на начинающих экспортеров, содержит базовый образовательный материал
Аналитика РВК	rvc.ru/analytics	В разделе «Аналитика» представлены актуальные исследования и обзоры, подготовленные РВК совместно с российскими и зарубежными партнерами. В том числе методические материалы по продвижению компании в США и Юго-Восточной Азии.

Базы данных и информационно-аналитические агентства

Название	Ссылка	Описание
Json.tv	json.tv	Аналитика отраслей и рынков, в том числе венчурного рынка
Consultancy.uk	consultancy.uk	Аналитика отраслей и рынков, в том числе венчурного рынка
ValueWalk Corporation	valuewalk.com	Новости финансовой отрасли с акцентом на хедж-фонды, управление крупными активами и инвестирование
The Kauffman	kauffmanfellows.org	Публикации на тему венчурного капитала/инновационной промышленности и науки формирования капитала
IVC-online	ivc-online.com	Аналитика, статистика, новости о высокотехнологическом секторе Израиля

Ассоциации и сообщества

Название	Ссылка	Описание
National Venture Capital Association	nvca.org	Исследования венчурного рынка США, информация об инвестиционных возможностях
The British Private Equity & Venture Capital Association	bvca.co.uk	Исследования венчурного рынка Великобритании, информация об инвестиционных возможностях
Молодая инновационная Россия	i-innomir.ru	Аналитика рынка, статьи, исследования
Singapore Venture Capital & Private Equity Association	svca.org.sg	Исследования венчурного рынка Сингапура, информация об инвестиционных возможностях
Engine (The voice of startups in government)	engine.is	Деятельность организации направлена на поддержку роста технологического предпринимательства на основе экономических исследований, анализа политики и пропаганды на местном и национальном уровнях

Блоги (взгляд инвестора и практические советы)

Название	Ссылка	Описание
VC Adventure	sethlevine.com	Сет Левин является партнером и одним из основателей фонда Boulder Foundry Group, который специализируется на инвестициях в технологические проекты на ранних этапах
Venture Hacks	venturehacks.com	Блог инвесторов, основавших компании AngelList и Epinions, которые инвестировали в Twitter и прочие стартапы
AVC	avc.com	Блог венчурного инвестора
Both Sides of the Table	bothsidesofthetable.com	Блог венчурных инвесторов, работающих в UpfrontVC — одном из самых больших и активных фондов, инвестирующих в компании на ранних стадиях их жизненного цикла
Startup Company Lawyer	startupcompanylawyer.com	Блог юриста, представляющего интересы технологических и быстрорастущих компаний на всех стадиях роста
I am startup	iamstartup.ru	Блог о стартапах

Инструменты для анализа рынка

Название	Ссылка	Описание
Similarweb	similarweb.com	Мониторинг сайтов конкурентов, их трафика, ключевых показателей
SEMrush	semrush.com	Данные о конкуренции в отрасли
Google Trends	google.ru/trends	Оценка объема целевого рынка
Global Market Finder	thinkwithgoogle.com/intl/en-gb/tools/global-market-finder	Инструмент исследования популярности ключевых слов на различных рынках и языках

Краудфайдинговые платформы для поиска проектов или инвесторов

Название	Ссылка	Страновая специфика
Kickstarter	kickstarter.com	Международная платформа
RocketHub	rockethub.com	Международная платформа
Indiegogo	indiegogo.com	Международная платформа
Boomstart	boomstart.ru	Россия
Planeta	planeta.ru	Россия
Fundable	fundable.com	Международная платформа
SeedInvest	seedinvest.com	Международная платформа

Приложения

Приложение 1. Примеры приведения в исполнение решений английских судов и иностранных третейских судов

Название	Ссылка	Предмет спора	Решение суда РФ
Определение Верховного Суда Российской Федерации от 29 октября 2014 года по делу № 305-ЭС14-3869	Высокий суд правосудия Англии и Уэльса	О взыскании долга	Признано и приведено в исполнение на территории Российской Федерации решение Высокого суда правосудия Англии и Уэльса
Определение Верховного Суда Российской Федерации от 18 августа 2014 года № 309-ЭС14-69	Высокий суд справедливости Англии и Уэльса	О возмещении судебных расходов	Признано и приведено в исполнение на территории Российской Федерации постановление и решение иностранного суда
Постановление Президиума Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 24 июня 2014 года № 1332/14	Лондонский международный арбитражный суд	О взыскании задолженности	Признать и привести в исполнение решение Лондонского международного арбитражного суда
Определение Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации от 26 июля 2012 года № ВАС-6580/12	Суд по патентам Канцлерского отделения Высокого суда правосудия Англии и Уэльса Королевский апелляционный суд Англии и Уэльса	О нарушении европейского патента и встречный иск о признании европейского патента недействительным	Судебные решения английских судов признаны и приведены в исполнение

Приложение 2. Примеры зарубежных акселераторов

Акселератор	Страна	Направленность	Условия
Y Combinator ycombinator.com	США (Калифорния)	Стартапы на посевной стадии жизненного цикла (ЖЦ)	Финансирование: 120 тыс. долл. два раза в год в обмен на долю в компании в 7% Продолжительность программы: три месяца
DreamIt Ventures dreamit.com	США (Филадельфия, Нью-Йорк)	Стартапы на поздних стадиях ЖЦ, основное внимание здравоохранению и образованию	Финансирование: покупка акселератором конвертируемых ценных бумаг на сумму 50 тыс. долл. Продолжительность программы: 14 недель
MassChallenge masschallenge.org	США, Великобритания, Израиль, Швейцария, Мексика	Некоммерческая программа, стартапы любой отрасли на любом этапе ЖЦ	Финансирование: стипендии от организаций-спонсоров, 1 млн долл. 10–20 лучшим стартапам без обмена на долю в компании Продолжительность программы: четыре месяца
Startup Sauna startupsauna.com	Финляндия	Мобильные и веб-технологии, стартапы на ранних стадиях ЖЦ	Финансирование: грант 1000 евро или бесплатное проживание на время программы, без обмена на долю в компании Продолжительность программы: пять недель Акселератор организует мероприятия в Москве, Санкт-Петербурге и Владивостоке
Seedcamp seedcamp.com	Великобритания	Мобильные и веб-технологии, стартапы на разных стадиях ЖЦ	Финансирование: 75 тыс. долл. два раза в год в обмен на долю в компании в 7% в первом раунде, инвестиции до 200 тыс. во втором раунде Продолжительность: три месяца
500 startups 500.co	США, страны Европы, Азии и Африки	Технологические стартапы на ранних стадиях ЖЦ	Финансирование: 150 тыс. долл. в обмен на долю в компании в 6%, стоимость участия 37,5 тыс. долл. Продолжительность: три месяца
Techstars techstars.com	США, Великобритания, Германия, Израиль, ЮАР	Технологические стартапы	Финансирование: 120 тыс. долл. в обмен на долю в компании в 6–10% Продолжительность: три месяца

Приложение 3. Сравнение формы юридического присутствия компании в разных странах

Особенности	Дочерняя компания	Филиал	Представительство
Юридическое лицо и процедура регистрации	Требуется регистрация отдельного юридического лица	<ul style="list-style-type: none"> • Не является юридическим лицом (США, Великобритания, Израиль, Китай) • Является юридическим лицом (Израиль) 	<ul style="list-style-type: none"> • Не является юридическим лицом • Необходима аккредитация, выдаваемая сроком на три года (Китай)
Ответственность по обязательствам	Ограниченная ответственность дочерней компании	Ответственность несет материнская компания	Ответственность несет материнская компания
Налогообложение и репатриация доходов	<ul style="list-style-type: none"> • Облагается налогом как резидент • Налог при репатриации прибыли через дивиденды: 30% — США, 0% — Великобритания, 25–30% — Израиль, 0–10% — Китай 	<ul style="list-style-type: none"> • Облагается налогом как нерезидент • Branch Profit Tax: 30% — США, 0% или 15% — Израиль, не облагается — Великобритания, Китай 	Облагается налогом как резидент (можно получить освобождение от уплаты налога на прибыль), налог на расходы офиса — 10% (Китай)
Управление и представление интересов	<ul style="list-style-type: none"> • Необходимо назначить одного директора (Великобритания, Израиль, Китай) • Может управляться из головного офиса (США) • Необходим представитель — резидент страны (США, Великобритания, Израиль) 	<ul style="list-style-type: none"> • Может управляться из головного офиса • Необходим представитель — резидент страны (Великобритания, Израиль, Китай) 	<ul style="list-style-type: none"> • Может управляться из головного офиса • Необходим представитель головного офиса (Китай)
Требования к персоналу и офисному помещению	<ul style="list-style-type: none"> • Необходим зарегистрированный юридический адрес • Необходимы разрешение на наем китайских рабочих и договор аренды помещения на срок от одного года (Китай) 	<ul style="list-style-type: none"> • Необходим зарегистрированный юридический адрес • Необходимы разрешение на наем китайских рабочих и договор аренды помещения на срок от одного года (Китай) 	<ul style="list-style-type: none"> • Необходим зарегистрированный юридический адрес • Требования: наличие разрешения на наем китайских рабочих; договор аренды помещения на срок от одного года; число иностранных работников не должно превышать четырех (Китай)

Особенности	Дочерняя компания	Филиал	Представительство
Финансовая отчетность	<ul style="list-style-type: none"> • Аудит отчетности не требуется, если материнская компания гарантирует выполнение обязательств (Великобритания) • Необходимо предоставлять прошедшую аудит отчетность (Израиль, Китай) • Аудит не требуется (США) 	<ul style="list-style-type: none"> • Необходимо предоставлять прошедшую аудит отчетность филиала (Китай); филиала и материнской компании (Израиль) • Необходимо предоставлять отчетность материнской компании (Великобритания); филиала (США) 	<ul style="list-style-type: none"> • Предоставление отчетности не требуется (Израиль) • Необходимо вести отчетность • Более трудоемкий процесс ведения налогового учета
Ограничения	Ограничения по виду деятельности отсутствуют	Ограничения по виду деятельности филиала	<ul style="list-style-type: none"> • Не может вести деятельность, направленную напрямую на извлечение прибыли • Материнская компания должна существовать не менее двух лет (Китай)
Ликвидация	Требуются формальные процедуры ликвидации и заключение ликвидатора	<ul style="list-style-type: none"> • Автоматическая ликвидация в случае прекращения деятельности (Великобритания) • Требуются формальные процедуры ликвидации (Китай) 	Требуются формальные процедуры ликвидации (Китай)

Приложение 4. Минимальные требования и временные затраты для создания юридического лица в различных странах

Страна	Требования	Средние временные затраты
Соединенные Штаты Америки	<ul style="list-style-type: none"> Резервирование фирменного наименования, предоставление учредительных документов Получение идентификационного номера в Налоговом управлении США Регистрация в налоговых органах штата и/или города Регистрация в Департаменте труда Публикация устава/подача информационного письма о компании Открытие банковского счета Организация страхования работников 	4 дня
Великобритания	<ul style="list-style-type: none"> Наличие зарегистрированного офисного адреса Подача заявления о регистрации и проверка уникальности фирменного наименования Регистрация в налоговых органах для целей уплаты НДС и подоходного налога Организация страхования работников 	4.5 дня
Израиль	<ul style="list-style-type: none"> Получение заверенных документов для регистрации компании Регистрация компании в специализированном регистрационном отделе в Министерстве юстиции Регистрация в Министерстве финансов, Отделе налогообложения прибыли и Национальном страховом институте Регистрация в Министерстве финансов (для уплаты НДС), таможенных органах и Налоговой службе 	12 дней
Китайская Народная Республика	<ul style="list-style-type: none"> Предварительное утверждение наименования компании Получение лицензии на ведение бизнеса (в т. ч. предоставление договора аренды офиса) Изготовление печати Открытие банковского счета Получение разрешения на покупку или печать счетов-фактур и их покупка Регистрация в Региональном центре занятости Регистрация в Центре социального страхования 	28 дней
Кипр	<ul style="list-style-type: none"> Резервирование названия компании и предварительное утверждение регистратором Предоставление меморандума и устава Подача документов регистратору Регистрация в налоговых органах Регистрация в Министерстве труда и Отделе социального страхования 	6 дней

Страна	Требования	Средние временные затраты
Британские Виргинские Острова	<ul style="list-style-type: none">• Подача заявления на регистрацию компании через лицензированного регистратора• Предоставление предынвестиционного анализа (<i>due diligence</i>) регистратору• Регистрация в Отделе социального страхования и Внутреннем отделе доходов для целей уплаты налогов	7 дней

Приложение 5. Требования мировых биржевых площадок

Биржа	Аудированная отчетность	Стандарты учета	Финансовые и управленческие критерии	Минимальное число акционеров	Доля акций в свободном обращении
LSE	За три года	IFRS	Рыночная капитализация акций ≥ 700 тыс. фунтов; Ведение независимой операционной деятельности не менее, чем в течение последних трех лет	–	Более 25%
HKEx	За три года	GAAP, IFRS, HKFRS	Соответствие одному из критериев: 1. Прибыль ≥ 20 млн гонконгских долл. за последний финансовый год и ≥ 30 млн гонконгских долл. за последние два года в совокупности; операционная деятельность в течение трех лет или более; непрерывное владение компанией более года. 2. Операционная деятельность в течение не менее трех лет; непрерывное владение компанией более года и непрерывное управление три года и более; рыночная капитализация ≥ 2 млрд гонконгских долл.; выручка ≥ 500 млн гонконгских долл. за последний финансовый год; положительный операционный денежный поток за последний финансовый год и более 100 млн гонконгских долл. в совокупности за последние три финансовых года. 3. Операционная деятельность в течение трех лет или более; непрерывное управление компанией в течение трех лет и более; непрерывное владение компанией более года; рыночная капитализация ≥ 4 млрд гонконгских долл.; выручка ≥ 500 млн	300	Более 25% или в размере более 50 млн гонконгских долл. (15% при рыночной капитализации более 10 млрд гонконгских долл.)

Биржа	Аудированная отчетность	Стандарты учета	Финансовые и управленческие критерии	Минимальное число акционеров	Доля акций в свободном обращении
			гонконгских долл. за последний финансовый год.		
NYSE	За три года или два года для быстро растущих компаний	GAAP, IFRS	Соответствие одному из трех критериев: 1. Прибыль до налогообложения ≥ 100 млн долл. за последние три финансовых года в совокупности, где в каждый из последних двух лет ≥ 25 млн долл. 2. Совокупный денежный поток ≥ 100 млн долл. за последние три финансовых года, где в каждый из последних двух лет ≥ 25 млн долл.; рыночная капитализация ≥ 500 млн долл. (а)/750 млн долл. (б); выручка ≥ 100 млн долл. за последние 12 месяцев (а)/75 млн долл. за последний финансовый год (б). 3. Рыночная капитализация компании ≥ 500 млн долл.; операционная деятельность в течение 12 месяцев и более.	400	Более 1.1 млн акций
NASDAQ	За три года или два года для быстро растущих компаний	GAAP, IFRS	Соответствие одному из четырех критериев: 1. Чистая доналоговая прибыль от непрерывной деятельности ≥ 11 млн долл. за последние три финансовых года и 2,2 млн за каждый из двух последних финансовых лет; положительный показатель чистой доналоговой прибыли за каждый из последних трех лет. 2. Совокупные денежные потоки за последние три года $\geq 27,5$ млн долл.; положительные денежные потоки в каждый из предыдущих трех	2200, или 550 и объем торгов за последние 12 месяцев $\geq 1,1$ млн акций в месяц, или ≥ 450 держателей лотов	Более 1.25 млн акций

Биржа	Аудированная отчетность	Стандарты учета	Финансовые и управленческие критерии	Минимальное число акционеров	Доля акций в свободном обращении
			<p>финансовых лет; рыночная капитализация ≥ 500 млн долл. за последние 12 месяцев и совокупная выручка ≥ 110 млн долл. за последний финансовый год.</p> <p>3. Рыночная капитализация ≥ 850 млн долл. за последние 12 месяцев; совокупная выручка ≥ 90 млн долл. за последний финансовый год.</p> <p>4. Рыночная капитализация ≥ 160 млн долл.; величина совокупных активов ≥ 80 млн долл.; акционерный капитал ≥ 55 млн долл.</p>		



deloitte.ru

Наименование «Делойт» относится к одному либо любому количеству юридических лиц, включая их аффилированные лица, совместно входящих в «Делойт Туш Томацу Лимитед», частную компанию с ответственностью участников в гарантированных ими пределах, зарегистрированную в соответствии с законодательством Великобритании (далее — ДТТЛ). Каждое такое юридическое лицо является самостоятельным и независимым юридическим лицом. ДТТЛ (также именуемая «международная сеть «Делойт»») не предоставляет услуги клиентам напрямую. Подробная информация о юридической структуре ДТТЛ и входящих в нее юридических лиц представлена на сайте www.deloitte.com/about.

«Делойт» предоставляет услуги в области аудита, консалтинга, финансового консультирования, управления рисками, налогообложения и иные услуги государственным и частным компаниям, работающим в различных отраслях экономики. «Делойт» — международная сеть компаний, в число клиентов которой входят около четырехсот из пятисот крупнейших компаний мира по версии журнала Fortune. «Делойт» имеет многолетний опыт практической работы при обслуживании клиентов в любых сферах деятельности более чем в 150 странах мира и использует свои обширные отраслевые знания и опыт оказания высококачественных услуг для решения самых сложных бизнес-задач клиентов. Более 225 тысяч специалистов «Делойта» по всему миру привержены идеям достижения результатов, которыми мы можем гордиться. Для получения более подробной информации заходите на нашу страницу в [Facebook](#), [LinkedIn](#) или [Twitter](#).

Настоящее сообщение содержит информацию только общего характера. При этом ни компания «Делойт Туш Томацу Лимитед», ни входящие в нее юридические лица, ни их аффилированные лица (далее — «сеть «Делойт»») не представляют посредством данного сообщения каких-либо консультаций или услуг профессионального характера. Прежде чем принять какое-либо решение или предпринять какие-либо действия, которые могут отразиться на вашем финансовом положении или состоянии дел, проконсультируйтесь с квалифицированным специалистом. Ни одно из юридических лиц, входящих в сеть «Делойт», не несет ответственности за какие-либо убытки, понесенные любым лицом, использующим настоящее сообщение.