

Оглавление

От авторов.....	9
Слова благодарности.....	10
Введение.....	11
Бизнес-ангельское инвестирование: загрузка «матрицы»	
Предисловие научных редакторов.....	15
<i>Венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: базовые термины. Особенности венчурных проектов. Инвестиционная цепочка. Краткая история и нынешнее состояние бизнес-ангельского инвестирования. Осуществление бизнес-ангельских инвестиций. Инфраструктура. Инвестиционная готовность проекта. Deal flow и due diligence. Инвестиционные договоры и структурирование сделок. Распределение долей сторон в проекте. Инфраструктура бизнес-ангельского инвестирования. Заключение</i>	

ЧАСТЬ 1. КТО ТАКИЕ БИЗНЕС-АНГЕЛЫ И ЧЕГО ОНИ ХОТЯТ?

ГЛАВА	Волнующий мир бизнес-ангелов.....	54
1	<i>Кто такие бизнес-ангелы? Есть ли у них сотовые телефоны в облаках? Рисковый капитал и чрезвычайно рискованный капитал</i>	
ГЛАВА	Основные тенденции в процессе инвестирования бизнес-ангелов.....	66
2	<i>Современная обстановка: осознанный доход. Когда же бизнес-ангелы вновь взлетят? Окружающая среда процесса инвестирования бизнес-ангелами постоянно изменяется... Это будет продолжаться и в дальнейшем</i>	
ГЛАВА	Кто такие бизнес-ангелы.....	81
3	<i>Демографические показатели. Другие характеристики бизнес-ангелов. Сумма капитала бизнес-ангелов, доступная для вложения. Каждый ли может найти своего бизнес-ангела?</i>	
ГЛАВА	Почему люди хотят быть бизнес-ангелами.....	91
4	<i>Социальная активность. Обеды и шоу. Передача знаний, добытых с таким трудом. Хватай их, пока они горячие. Некоторых наших самых лучших друзей обуревают жадность. Необходимость оставаться в игре</i>	
ГЛАВА	Сложные вопросы, стоящие перед бизнес-ангелами....	100
5	<i>Несметное число проблем, с которыми сталкивается бизнес-ангел. Поиск прибыльных сделок. Анализируя возможности. Учиться быть бизнес-ангелом, или Я только что застолбил хорошую компанию. Что мне с этим делать? Поиски бизнес-ангелов, которые будут заниматься финансированием совместно с вами. Минимизация неприятностей после заключения сделки. Портфельная стратегия</i>	
ГЛАВА	Сравнение бизнес-ангелов с венчурными капиталистами.....	110
6	<i>И те, и другие вовлекаются в процесс множество раз. Вы знаете, что они есть, но вопрос, где их найти? Один должен инвестировать, другой хочет инвестировать. Одни умеют это делать, а другие умеют это делать хорошо. Разница в размере инвестиций. Различный подход к вопросам менеджмента</i>	

ГЛАВА	7	Чего же хотят бизнес-ангелы? 128 <i>Инвестиционные предпочтения. Что привлекает бизнес-ангелов при заключении сделки? Почему бизнес-ангелы говорят «нет». Стратегии поведения при отказе. Совершенство недосягаемо, но борьба за него ценится</i>
ГЛАВА	8	Качества идеального предпринимателя 147 <i>Краткое описание успешного предпринимателя. Результаты опроса бизнес-ангелов</i>

ЧАСТЬ 2. ТИПЫ БИЗНЕС-АНГЕЛОВ

ГЛАВА	9	Великое множество типов бизнес-ангелов 158 <i>Три основных типа бизнес-ангелов. Еще один способ классифицировать бизнес-ангелов. Женщины в роли бизнес-ангелов. Венчурные капиталисты, которые также являются и бизнес-ангелами. Бизнес-ангелы, работающие за долю в компании. Бизнес-ангелы, которые финансируют развитие технологий, а не становление бизнеса. Корпорации, выступающие в роли бизнес-ангелов</i>
ГЛАВА	10	Когда бизнес-ангелы и венчурные капиталисты работают совместно 178 <i>Множество новых способов участия. Спорт чемпионов. Фонд венчурного капитала, который приветствует совсем маленькие вложения. Фондовая биржа для частных размещений</i>
ГЛАВА	11	Дьявол в голубом костюме: надувательство и мошенничество 184 <i>Падшие ангелы. Бизнес-ангел знает лучше — не забывайте об этом. Sweat Equity-специалист. Брокеры, изображающие из себя инвесторов: человек, который скрывается под маской Зеро, а не Зорро. Консьерж в отеле Heartbreak. Составьте свое представление об инвесторе-стервятнике</i>

ЧАСТЬ 3. ПОДГОТОВКА К ПРОБЛЕСКУ БЛАЖЕНСТВА

ГЛАВА	12	Почему юристы крайне необходимы 194 <i>Краткий обзор законодательства по ценным бумагам. Надежно храните свою интеллектуальную собственность. Нераскрытие сущности изобретения, или Соглашение о конфиденциальности</i>
ГЛАВА	13	Соберите ваш Консультативный совет 205 <i>Открытые двери для важных стратегических взаимоотношений. Проектирование Консультативного совета. Слишком много поваров, или Бизнес-ангелы в процессе созидания. Новый вид общественного положения</i>
ГЛАВА	14	Слабый, непонятный бизнес-план 219 <i>Предприниматели рассказывают удивительные вещи. Что должен включать ваш бизнес-план. Кто должен готовить бизнес-план? Как узнать, что ваш проект бизнес-плана уже полностью готов</i>

ГЛАВА	Наиважнейший маркетинговый план	229
15	<i>Почему это должно быть тщательно продумано. Структура</i>	
ГЛАВА	Какова степень доверия бизнес-ангелов к бизнес-планам	237
16	<i>Что думают бизнес-ангелы. Выражение успеха. Следует ли вам специально адаптировать бизнес-план под требования бизнес-ангелов? Серьезные ошибки, которые не стоит совершать</i>	
ГЛАВА	Сделайте вашу презентацию яркой	253
17	<i>Действительно яркая презентация. Страсть, объединенная с тщательным анализом. Полезные подсказки. Принципиальные ошибки, которые вы допускаете в процессе представления ваших презентаций</i>	

ЧАСТЬ 4. ПОИСК БИЗНЕС-АНГЕЛОВ

ГЛАВА	Как бизнес-ангелы находят сделки?	262
18	<i>Неэффективный рынок, который зачастую работает. Рекомендации и группы. Информационные сервисы: работают ли они? Ассоциации и сети бизнес-ангелов. Каким образом, по мнению предпринимателей, бизнес-ангелы находят сделки?</i>	
ГЛАВА	Почему бизнес-ангелы объединяются	272
19	<i>Типы ассоциаций бизнес-ангелов. Различная форма организации встреч</i>	
ГЛАВА	За закрытыми дверями	288
20	<i>Каким образом отбирают предпринимателей. Процесс наставничества. Что произойдет, когда вы встретите бизнес-ангела</i>	
ГЛАВА	Встреча с бизнес-ангелом	306
21	<i>Шаг первый. Разработайте портрет безупречного бизнес-ангела. Действительно ли посредник может помочь предпринимателю привлечь капитал бизнес-ангела? Бизнес-ангелы и бизнес-инкубаторы. Что может посоветовать предприниматель?</i>	
ГЛАВА	Помогите бизнес-ангелу найти вас	325
22	<i>Используйте средства массовой информации. Развивайте свои контакты. Конференции, официальные мероприятия и торгово-промышленные выставки</i>	

ЧАСТЬ 5. ВЫ НАШЛИ БИЗНЕС-АНГЕЛА. ЧТО ДАЛЬШЕ?

ГЛАВА	Инвестировать или не инвестировать — вот в чем вопрос	336
23	<i>Процесс принятия решения бизнес-ангелами. Решающие факторы в процессе принятия инвестиционного решения. Due diligence</i>	

ГЛАВА 24	Тайна оценки <i>Простая формула оценки для стартовой компании. Простая формула оценки стартовых венчурных предприятий. Ожидаемые показатели ROI</i>	355
ГЛАВА 25	Достижение соглашения <i>Условия предоставления инвестиций: составляем Term Sheet. Структура сделки. Сколько времени необходимо, чтобы заключить сделку?</i>	372
ГЛАВА 26	Под крылом у ангела <i>Беседа с учредителем компании Reason Inc.</i>	383

ЧАСТЬ 6. СОВМЕСТНОЕ СУЩЕСТВОВАНИЕ С БИЗНЕС-АНГЕЛОМ

ГЛАВА 27	Бизнес-ангел как член команды <i>Опыт и контакты</i>	398
ГЛАВА 28	Трудовые будни с бизнес-ангелом <i>Предоставление информации бизнес-ангелам. Трагедии, связанные с «выходом» из дела. Что же происходит, если инвестиции оказались неудачными. Защита, предоставляемая юридическими соглашениями. Вмешиваться или не вмешиваться. Терпение — самое важное достоинство бизнес-ангела</i>	415
ГЛАВА 29	«Скелеты в шкафу» венчурного предпринимателя <i>Страшные истории, рассказанные предпринимателями и бизнес-ангелами о компаниях, которые потерпели крах</i>	433

ЧАСТЬ 7. БУДУЩЕЕ БИЗНЕС-АНГЕЛЬСКОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

ГЛАВА 30	Как повысить эффективность рынка инвестиций бизнес-ангелов: проблемы развития <i>Финансирование стартовых компаний. Это мир, сошедший с ума. А виной всему география. Сказка о двух долинах. Как относятся жители Феникса к Силиконовой долине. Расширение географического региона, привлекательного для инвестиций бизнес-ангелов</i>	442
ГЛАВА 31	Виды на будущее: каким замечательным мог бы быть этот мир <i>История стартовой компании, как ее расскажут в 2010 году. Чего мы в действительности можем ожидать от будущего</i>	457
О Национальном содружестве бизнес-ангелов (СБАР)		470
<i>Предыстория. Создание. Деятельность</i>		
Приложение		483
<i>Эксперты, которые принимали участие в работе над книгой «Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей». Исполнительная дирекция Национального содружества бизнес-ангелов (СБАР). Российские бизнес-ангелы, предприниматели и эксперты</i>		

От авторов

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

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

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

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

Слова благодарности

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

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

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

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

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

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

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

Введение

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

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

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

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

Успеха!

*Боб Боземан,
главный партнер компании Angel Investors, LP
www.svangel.com*

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

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

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

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

Сегодня я лучше ориентируюсь во всех этих вопросах, но эти знания пришли в результате долгой учебы на своих ошибках. В 1988 году я начал карьеру управляющего в компании *Apple Computer*, а к 1995 году уже был частью сплоченной команды в компании *Yahoo Inc.* и занимал пост вице президента компании по продажам и маркетингу. Позднее я создал компанию *Interactive Minds* и начал работать почти с 50 стартовыми компаниями по всей стране, помогая большинству из них в разработке проектов, созданию команд и привлечению финансирования. В этот период мы зачастую выступали в роли бизнес-ангелов и наставников для предпринимателей — этим же я занимаюсь и в настоящее время. В 1997 году наша команда создает наш первый фонд венчурного финансирования — *iMinds Venture* (www.iminds.com). В настоящее время компания *iMinds Venture* управляет 75 млн долл. и осуществила 25 начальных инвестиций в стартовые компании. Наш фонд работает со многими бизнес-ангелами. В действительности примерно 120 из них предоставили свой капитал под наше управление и практически во всех наших инвестициях участвуют бизнес-ангелы. С годами мои перспективы в сфере венчурного финансирования выросли в результате рассмотрения проблем с трех различных сторон:

позиции предпринимательства, бизнес-ангела и владельца венчурного капитала. Читая первую книгу Брайана Хилла и Ди Пауэр *Inside Secrets to Venture Capital* (John Wiley & Sons, 2001), посвященную проблеме привлечения финансирования, я был поражен, насколько хорошо авторы передали испытания и несчастья, которые переживает предприниматель в процессе поисков венчурного капитала для финансирования своей компании. Книга дает превосходное разностороннее описание большинства особенностей мира венчурного капитала, а также практические подсказки относительно того, как найти венчурных капиталистов, произвести на них благоприятное впечатление, составить для них перечень отличительных особенностей проекта (составить так называемый Wow-фактор) и заработать много денег.

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

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

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

- Бизнес-ангелы и венчурные капиталисты абсолютно не похожи друг на друга — только осознание разницы между ними и разницы в используемых ими подходах может оказаться принципиально важным для успеха вашего бизнеса. Сопоставление, предлагаемое в этой книге, сможет помочь вам разработать наилучший подход к финансированию и становлению вашего бизнеса.
- Сообщество бизнес-ангелов многообразно — достаточно сложно классифицировать бизнес-ангелов, все они очень разные, с разными потребностями, все они имеют различные подходы

к решению своих задач и различную мотивацию для своих решений. Иногда они выступают единым фронтом. Хилл и Пауэр проливают некоторый свет на то, как разобраться, кто в стаде овца, а кто пастух.

- Часто предприниматели жалуются: «Мы знаем, что бизнес-ангелы существуют, но мы не знаем точно, где их начинать искать». Процесс поиска и привлечения капитала бизнес-ангелов трудный, требующий много времени. Он сопровождается многочисленными разочарованиями. Полезные советы, которые предлагает эта книга, помогут вам лучше понять запросы бизнес-ангелов, что, в свою очередь, поможет избежать многих разочарований и будет способствовать процветанию вашего бизнеса.
- Мой подход к оценке книги заключается в следующем: если вы сможете получить хотя бы один совет или придете к пониманию нового для вас вопроса, то она достойна вашего внимания и денег, которые за нее заплачены. Книга «Бизнес-ангелы: как привлечь их деньги и опыт под реализацию своих бизнес-идей» точно так же, как и ее предшественница, предлагает практические советы из уст самих бизнес-ангелов (и представителей фирм венчурного инвестирования), что избавляет читателей от сотен телефонных звонков, которые им пришлось бы сделать, чтобы выяснить эти вопросы самостоятельно.

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

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

*Ренди Хайкин,
предприниматель, бизнес-ангел и венчурный капиталист,
управляющий директор компании iMinds Ventures,
Сан Франциско, Калифорния
www.iminds.com*

Бизнес-ангельское инвестирование: загрузка «матрицы»

Предисловие научных редакторов

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

Последние годы ознаменовались консолидацией российских бизнес-ангелов в единое сообщество, что выразилось в создании СБАР и развитии региональных сетей. Все больше и больше инвесторов в стартовые компании осознают себя бизнес-ангелами, стремятся обмениваться опытом реализации успешных проектов и информацией о новых возможностях для инвестирования, перенимать лучшие методики организации сделок, создания команд и постановки бизнес-процессов для проинвестированных компаний. Заметно стремление российских бизнес-ангелов к тесному взаимодействию с западными коллегами, что нашло отражение во вступлении СБАР в Европейскую сеть бизнес-ангелов (ЕВАН). Аккумулируя в себе передовой мировой опыт, данная книга в полной мере отражает стремления российских бизнес-ангелов и предпринимателей к совершенствованию своей отрасли.

Вместе с тем, читая текст и адаптируя его к российским реалиям, научные редакторы неоднократно убеждались в том, что она

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

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

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

Венчурное и бизнес-ангельское инвестирование: базовые термины

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

Бизнес-ангелы — частные инвесторы, инвестирующие в рискованные (прежде всего инновационные) проекты ранних стадий, при

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

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

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

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

Однако столь высокие прибыли компенсируются не менее высокими рисками.

Актуальными и не менее яркими примерами, показывающими прибыльность бизнес-ангельского инвестирования и его экономическую значимость в современной экономике, выступают интернет-компании *Google* и *Skype*.

Таблица 1. Примеры сверхприбыльных бизнес-ангельских инвестиций

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

Google. Идея и основные алгоритмы реализации интернет-поиска *Google* были разработаны двумя студентами Стэнфордского университета — Ларри Пейджем и Сергеем Брином. Первым бизнес-ангелом для будущей компании стал в 1998 году один из основателей *Sun* Андреас Бехтольсхейм. После краткой устной беседы он выдал основателям чек на миллион долларов даже без бизнес-плана, презентации и регистрации компании (правда, чек был выдан уже на компанию *Google*, которую Брин и Пейдж тут же зарегистрировали). Уникальная разработка, талант и энтузиазм основателей, репутация столь знаменитого бизнес-ангела сделали свое дело: в 1999-м венчурные фонды *Sequoia Capital* и *Kleiner Perkins Caulfield Byers (KPCB)* инвестировали в *Google* 25 млн долл. в обмен на 40% акций в 1999 году.

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

Skype. Компания по производству программного обеспечения, ставшего стандартом в области интернет-телефонии (VoIP), была основана шведом Николасом Зеннстромом и датчанином Янусом Фриисом. Выполнялся проект эстонскими программистами из Института кибернетики в Таллинне. В сентябре 2002 года Skype получила инвестиции от инвестиционной компании ранних стадий *Draper Investment Company*, а в 2003 году — от фонда *Mangrove Capital* и бизнес-ангела Клауса Хоммельса. Особенность бизнес-модели Skype в том, что компания зарабатывала на дополнительных сервисах — звонках с компьютера на местные телефоны (*SkypeOut*) и с местных телефонов на Skype (*SkypeIn*), тогда как звонок со Skype на Skype оставался бесплатным. В конце 2005 года Skype была куплена компанией *eBay* за 2,6 млрд долл. На тот момент число абонентов составило 4 млн, а работало в компании всего 200 человек. В результате сделки первоначальные инвесторы, по предположениям аналитиков, получили выигрыш в 350 раз по сравнению с первоначальными инвестициями.

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

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

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

В таблице 2 приведено принятое в отрасли прямых и венчурных инвестиций разделение проектов на стадии развития.

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

Иногда разделение по стадиям проводят в терминах рисков. Например, предполагается, что завершение стадии *seed* снимает риск

принципиальной невозможности создать технологию/продукт/услугу. Завершение стадии старт-ап снимает риск принципиальной некоммерциализуемости — невозможности вывода продукции на рынок.

Таблица 2. Стадии развития непубличной компании

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

Впрочем, классификация стадий развития компании меняется в зависимости от страны или даже конкретного инвестора. Иногда в одну категорию объединяются проекты стадии *seed* и старт-ап (например, в известной базе данных по США *Pricewaterhouse Money Tree Survey*), выделяются фазы первоначальной проработки идеи (*pre-seed*). Иногда венчурное инвестирование включают в сектор *private equity*, иногда противопоставляют ему. Здесь важным является сам принцип разделения развития проекта на стадии, поскольку он имеет четкое практическое воплощение — на разных стадиях проект финансируется разными инвесторами («инвестиционные цепочки»).

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

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

Практика США и Европы показала, что роль бизнес-ангелов в экономике является очень значимой, поскольку именно они, наряду с ЗФ¹ (*Friends, Family, Founders* — друзья, семья, основатели), выступают основными донорами стартового капитала и дают инновационным проектам «путевку в жизнь».

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Одним из немногих «ранних венчурных IPO» российских инновационных компаний стало размещение акций *G5 Entertainment* на площадке растущих компаний *Nordic Growth Market* в Стокгольме (*G5EN*) в 2006 году. Объем размещения составил 30% акций, проданных за миллион долларов. Продукт компании — известные компьютерные игры «Метро-2», «Т-34» против «Тигра», игры для мобильных телефонов по контрактам с *Disney Mobile*, *Starwave Mobile*, *Skyzone Entertainment*.

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

В качестве краткой справки приведем некоторые сведения о наиболее распространенной форме организации венчурных фондов. Как показала мировая практика, структурой, идеально подходящей для венчурного фонда, является **договор о партнерстве с ограниченной ответственностью** (*Limited Partnership, LP*, командитное

товарищество) в англо-американском праве, участники которого в случае убытков теряют лишь сделанные ими инвестиции. Инвесторы наделяются статусом ограниченного партнера, а управляющая компания выступает как генеральный партнер (General Partner) с неограниченной ответственностью и берет на себя принятие основных решений. В конце инвестиционного цикла генеральный партнер получает *carried interest* — вознаграждение за успех в размере 15–25% от прибыли фонда. Кроме того, на управленческие нужды и заработную плату он получает *management fee* — 1–3% от суммы активов под управлением ежегодно.

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

Венчурные фонды в США освобождаются от детального контроля за инвестициями со стороны The United States Securities and Exchange Commission (Комиссии по ценным бумагам), если большинство инвесторов фонда будут **аккредитованными инвесторами** — состоятельными физическими лицами или институциональными инвесторами. Критерии аккредитации инвесторов установлены на уровне нормативных актов США. Предполагается, что аккредитованные инвесторы ограниченные партнеры инвестируют «не последние деньги», «знают, на что идут» и имеют квалификацию в сфере инвестирования, что избавляет SEC от необходимости защищать их интересы.

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

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

Однако распространение получила российская регистрация венчурного фонда в виде закрытого паевого фонда (ЗПИФ) особо рискованных (венчурных) инвестиций. Эта организационно-правовая форма имеет ряд недостатков — невозможность *commitments*, жесткая степень регулирования и регламентация объектов инвестирования со стороны ФСФР, требования к управляющим, не соответствующие их профильной квалификации в венчурном бизнесе¹, требования регулярной переоценки активов фонда независимыми оценщиками, затраты на депозитарий и регистратор. Несмотря на эти недостатки, данная форма признавалась в качестве основной при разработке программ государственно-частного партнерства в 2005–2007 годах (Российская венчурная компания, региональные фонды). В 2007 году началась работа по коррекции законодательства. За образец была взята американская модель — в закон «Об инвестиционных фондах» было введено понятие квалифицированного инвестора, которое позволит смягчить, но не устранить до конца, вышеперечисленные неудобства.

Особенности венчурных проектов. Инвестиционная цепочка

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

¹ Необходимость наличия сертификата 5.0 ФСФР на управление инвестиционными фондами всех типов, в том числе фондами акций, облигаций и недвижимости. Подготовка к его сдаче требует много времени и усилий, включая посещение специальных курсов.

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

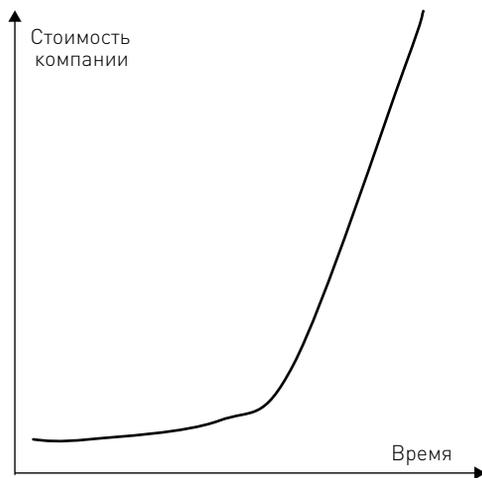


Рис. 1. Нелинейный рост стоимости венчурного проекта со временем [график «Хоккейная клюшка»]

Высокотехнологичные сегменты экономики (ИТ, биотехнологии, нанотехнологии, медицина и др.) отличаются быстрой сменой конъюнктуры рынка, меняющимся составом компаний-лидеров, высокой потребностью в инвестициях на начальных стадиях развития проекта. Поэтому они и являются основным сосредоточением венчурных проектов, и туда идут большие потоки венчурного капи-

тала и инвестиций бизнес-ангелов. Например, согласно базе данных *Pricewaterhouse Money Tree Survey*, в IV квартале 2007 года на «нетехнологические» сектора — в том числе сферу услуг, медиа, розничную торговлю — пришлось не более 20% венчурных инвестиций США. Но вместе с тем наукоёмкость и высокие технологии являются не признаком венчурных проектов, а наиболее распространенной сферой их осуществления (рис. 2).

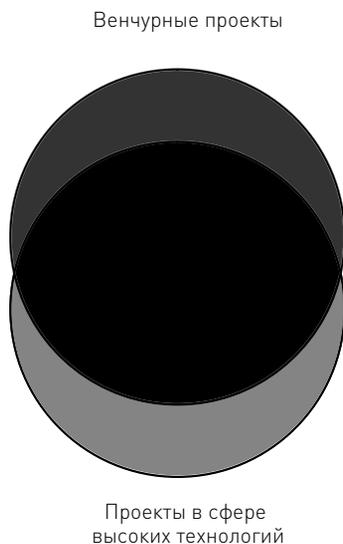


Рис. 2. Соотношение венчурных проектов и проектов в сфере высоких технологий

Иллюстрацией нетождественности сектора венчурных проектов и сферы высоких технологий являются такие компании, как *Body Shop* (косметика) и *Starbucks* (сеть кофеен), профинансированные в свое время бизнес-ангелами. Впрочем, даже многие интернет-проекты являются по сути медиапроектами или проектами в сфере услуг и торговли, создаваемыми на полностью готовой технологической платформе. Ни в коем случае не являются венчурными проектами «свечные заводики», т. е. компании, работающие на очень ограниченном, не растущем рынке и способные принести своему владельцу гарантированные, но весьма небольшие дивиденды вне зави-

симости от типа их продукции. От таких компаний очень сложно ожидать быстрого роста капитализации, и поэтому бизнес-ангелами и венчурными инвесторами они не рассматриваются как объекты инвестиций.

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

Отношения между венчурными фондами и бизнес-ангелами — скорее не конкуренция за проекты, а сотрудничество и «разделение труда»: бизнес-ангелы принимают участие в формировании компании на «посевной» стадии, когда проект находится лишь на уровне структурирования идеи и формирования бизнеса и требует относительно небольших инвестиций. Венчурные фонды инвестируют в основном в старт-апы — компании с уже существующим бизнесом и продуктом (опытный образец, мелкая серия и т. д.) и размером прибыли, поддающимся прогнозированию. Доходность большинства успешных бизнес-ангельских инвестиций составляет 40–70% годовых, венчурных — 30–40%.

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

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

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

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

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

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

Для большинства венчурных проектов подобную цепочку проследить весьма сложно из-за закрытости и непубличности ранних стадий. Классическим примером такой цепочки является история интернет-магазина *Amazon.com*, о которой говорится в ряде учебных пособий (рис. 3).

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

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