

## СТРУКТУРУВАННЯ УГОД ПРИ ВЕНЧУРНОМУ ФІНАНСУВАННІ

© 2019 МОСІЄВИЧ О. О.

УДК 336  
JEL: G24

## Мосієвич О. О. Структурування угод при венчурному фінансуванні

Метою статті є дослідити частоту та гнучкість використання договірних умов вітчизняними інвесторами при фінансуванні венчурних проєктів. Проведено комплексне дослідження, присвячене вивченню прийняття інвестиційних рішень при фінансуванні венчурних проєктів, та опитано 31 інвестора у венчурні проєкти, в тому числі, щодо структурування венчурних угод. Респонденти в рамках опитування визначили частоту використання контактних умов при проведенні венчурного фінансування та оцінили їх щодо гнучкості у їх застосуванні. Згідно з результатами проведеного опитування, найменш гнучкі контрактні умови для інвесторів – це захист від розводження, пропорційні права та наділення. Умови, щодо яких інвестори є найбільш гнучкими, – контроль ради директорів, інвестиційна оцінка. Можна помітити, що вітчизняні інвестори, згідно з цим дослідженням, менше схильні використовувати певні умови контрактів як от права викупу або кумулятивні дивіденди, натомість частіше використовують пропорційні права, права участі та ліквідаційні права.

**Ключові слова:** венчурне фінансування, структурування угод, прийняття інвестиційних рішень, управління ризиком.

DOI:

Рис.: 4. Бібл.: 12.

**Мосієвич Олена Олегівна** – здобувач, кафедра фінансів, Національний університет «Кієво-Могилянська академія» (вул. Г. Сковороди, 2, Київ, 04655, Україна)

E-mail: olena.info@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>УДК 336  
JEL: G24UDC 336  
JEL: G24

## Мосієвич Е. О. Структурирование сделок при венчурном финансировании

Целью статьи является исследование частоты и гибкости использования контрактных условий инвесторами при финансировании венчурных проєктов. Проведено комплексное исследование, посвященное изучению принятия инвестиционных решений при финансировании венчурных проєктов, и опрошено 31 инвестор в венчурные проєкты, в том числе в вопросах структурирования венчурных сделок. Респонденты в рамках опроса указали частоту использования контрактных условий в венчурном финансировании и гибкость в их применении. Согласно результатам проведенного опроса, наименее гибкие контрактные условия для инвесторов – это защита от разводнения, пропорциональные права и надѐление. Условия, по которым инвесторы являются наиболее гибкими, – контроль совета директоров, инвестиционная оценка. Можно заметить, что отечественные инвесторы, согласно данному исследованию, меньше склонны использовать определенные условия контрактов: права выкупа или кумулятивные дивиденды, зато чаще используют пропорциональные права, права участия и ликвидационные права.

**Ключевые слова:** венчурное финансирование, структурирование сделок, принятие инвестиционных решений, управление рисками.

Рис.: 4. Библ.: 12.

**Мосієвич Елена Олегівна** – соискатель, кафедра финансов, Национальный университет «Кієво-Могилянская академія» (ул. Г. Сковороды, 2, Киев, 04655, Украина)

E-mail: olena.info@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>

## Mosiyevych O. O.

## Deal Structuring in Venture Capital Financing

The aim of the article is to study the frequency and flexibility of the use of contractual conditions by investors in financing venture projects. A comprehensive research on making investment decisions in financing venture projects was conducted, and a survey of 31 investors in venture projects, including the issues of deal structuring in venture capital financing, was carried out. The respondents of the survey indicated the frequency of using contractual conditions in the venture capital financing and flexibility in their application. According to the results of the survey, the least flexible contractual conditions for investors are anti-dilution protection, pro-rata rights and vesting. The conditions which are the most flexible for investors are control over the board of directors, investment valuation. It can be noticed that, according to the research, domestic investors are less inclined to use certain contractual conditions: redemption rights or cumulative dividends but more often use pro-rata rights, participation rights and liquidation preference.

**Keywords:** venture financing, deal structuring, making investment decisions, risk management.

Fig.: 4. Bibl.: 12.

**Mosiyevych Olena O.** – Applicant, Department of Finance, National University of «Kyiv-Mohyla Academy» (2 H. Skovorody Str., Kyiv, 04655, Ukraine)

E-mail: olena.info@gmail.com

ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6395-4491>

Оцінка є лише частиною переговорного процесу, який відбувається між новими венчурними інвесторами, існуючими інвесторами та засновниками венчурного проєкту-підприємцями. Інша частина – умови договору, що їх сторони узгоджують під час перемовин.

Структурування угоди відбувається після того, як венчурний інвестор вирішив інвестувати в конкретний проєкт, і складається з того, що венчурний інвестор оцінює проєкт і, відповідно, капітал в обмін на венчурні інвестиції. Структурування угод включає ряд правових документів і домовленостей як основу, на якій венчур-

ний інвестор і підприємець погоджуються працювати разом. Документ, що узагальнює правила та умови, є декларацією про наміри, подається підприємцю, узагальнюючи терміни та відповідне рішення венчурного інвестора про інвестування.

**К**аплан та Стромберг [5; 6] у своїх роботах описують ці терміни і вивчають роль внутрішнього ризику, зовнішнього ризику і ризику виконання при визначенні договірних положень, що присутні в контрактах венчурних інвесторів. Зазвичай роль угоди полягає в тому, щоб бути впевненим в тому, що підприємець є винагороджений, якщо він виконує взяті зобов'язання, і забезпечити інвестора компенсацією, якщо підприємець зобов'язань не виконує. Інвестори досягають цих цілей за рахунок контролю грошових потоків, прав контролю, прав ліквідації тощо. Згідно з дослідженнями роль внутрішнього ризику, зовнішнього ризику та ризику виконання є визначальною при закладенні договірних умов у інвестиційних контрактах [5; 16].

*Мета* статті – дослідити частоту та гнучкість використання договірних умов вітчизняними інвесторами при інвестуванні у венчурні проекти.

Сьогодні велика частина досліджень зосереджена на післяінвестиційних діях і відносинах венчурних інвесторів, а не на критеріях прийняття інвестиційних рішень. Наприклад, центральною темою обговорення в літературі, що розглядає венчурне інвестування, є відносини «венчурний інвестор – підприємець» [9]. І дійсно, оцінка команди підприємців є одним з ключових критеріїв прийняття рішень венчурними інвесторами [4]. Однак особливості агентської теорії, що існують у відносинах «венчурний інвестор – підприємець», ускладнюють прийняття інвестиційних рішень для венчурних інвесторів. Структурування компенсацій та моніторинг дій підприємця є прикладами питань, що стосуються агентських відносин «венчурний інвестор – підприємець» [2]. Система контролю може бути задумана задля істотної підтримки або налагодження кращої співпраці, коли між венчурним інвестором та підприємцем не вистачає довіри та впевненості. Теорія визначила три основні способи, якими інвестор / керівник може пом'якшити ці конфлікти – структурування фінансових контрактів, передінвестиційний скринінг і постінвестиційний моніторинг та консультування [7].

Для того щоб регулювати поведінку та визначити права обох сторін, необхідно укласти юридичний договір. В тому числі задля полегшення транзакцій та вирішення процесу контролю. В основному розподіл прав контролю між венчурним інвестором та підприємцем зосереджується на фінансових контрактах. Насправді розподіл прав на рух грошових коштів, права голосу, права на ліквідацію та інші права контролю змінюватимуться разом з діяльністю підприємств, як, наприклад, фінансування на відповідній стадії. Подальші розміри фінансування значною мірою залежать від продуктивності портфельних компаній та досягнення ними визначених цілей. Цей вид умовних контрактів частіше зустрічається на ранніх стадіях фінансування, коли бізнес перебуває в умовах більшої невизначеності [7]. На-

приклад, якщо компанія працює неналежним чином, то венчурні інвестори отримають повний контроль; якщо ефективність покращується, то підприємці можуть повернути собі більше контролю; з іншого боку, якщо компанія працює дуже добре, то венчурні інвестори просто резервують свої права на рух грошових коштів, але віддають більшість своїх прав на ліквідацію та інші контрольні права.

Попередні дослідження фінансових контрактів довели, що конвертовані цінні папери повинні бути оптимальним вибором, щоб мінімізувати збиток від незгоди інтересів та інформаційної асиметрії між підприємцями та венчурними капіталістами теоретично [7; 11]. У дослідницькій роботі «Фактори, що впливають на структуру угод венчурного капіталу США» Едгаром Нортонем та Бернардом Г. Тененбаумом було проведено опитування серед венчурних капіталістів [8]. Аналіз відповідей дає уявлення про фактори, які впливають на структурування конкретних угод і видів фінансування. Результати опитування показують, що венчурні інвестори дуже схильні до використання привілейованих акцій незалежно від існування або відсутності різних факторів ризику, продукту та фінансування. Боргове фінансування найбільш поширене в угодах, пов'язаних з оподаткованим доходом і наявністю застави. Умови зі звичайними акціями більш поширені в угодах з сильною економічною ситуацією, де ризик може бути обґрунтовано контрольований [8].

Неефективні правові інституції можуть обмежувати виконання контрактів настільки, наскільки інвестиції стають непривабливими [10]. Такого роду контрактні ризики вказують на необхідність більш високих рівнів гнучкості контрактів, прав на контроль і подальшого моніторингу, слід приділяти більше уваги до ризиків, пов'язаних з характеристиками команди менеджменту венчурного проекту.

Оскільки самих договірних положень недостатньо для стримання морального ризику, викликаного інформаційною асиметрією, тому післяінвестиційний моніторинг є абсолютно необхідним [1]. Крім того, якщо очікувані цілі не досягнуті або команда менеджерів поводиться недосвідчено, тоді частота взаємодії між венчурними капіталістами та менеджментом проекту буде значно вищою. Те ж дослідження показує, що ступінь участі венчурних інвесторів в моніторингу позитивно впливає на рівень ризиків венчурного бізнесу [12]. Венчурні проекти на ранніх стадіях розвитку у високодинамічних середовищах і з негативною прибутковістю, ймовірно, будуть контролюватися більш ретельно.

**В**енчурні інвестиції зазвичай є довготривалими, пов'язані з великими діловими і агентськими ризиками, викликаними невизначеністю і недосвідченістю об'єктів інвестування. На ранній стадії діяльності венчурних проектів існують обмежені фінансові дані, і якість дій менеджменту не може бути доведеною, а інформаційні асиметрії частіше зустрічаються у молодих компаній. Таким чином, венчурні інвестори повинні приділяти велику роль моніторингу задля контролю та збереження повноважень. Існують чотири визначених ме-

ханізми, за допомогою яких венчурні інвестори можуть здійснювати свою роль моніторингу: (1) угоди акціонерів (2) диференційовані права акціонерів (3) членство в раді директорів (4) відносини з командою управління. Як вже зазначалося, перші два методи підкріплюються підписанням контракту. Ці контракти зазвичай встановлюють досить широке коло обов'язків і зобов'язань, які портфельні компанії повинні періодично виконувати. Очікувані результати таких договорів з акціонерами можуть залежати від різних стимулів, таких як фінансові результати, виплати дивідендів, майбутні пропозиції по щодо працевлаштування тощо.

Ще одна важлива роль венчурних інвесторів в моніторингу полягає в тому, щоб знайти управлінців і надати рекомендації [3]. Здається, що є багато досліджень, які довели, що роль венчурних інвесторів у формуванні та наборі управлінської команди, особливо коли менеджмент показує негативні результати та не досягає запланованих показників – дає право венчурним інвесторам замінити їх. Як правило, венчурні інвестори вимагають наявності представника ради директорів в портфельних компаніях. Проте венчурні капіталісти не мають наміру бути занадто залученими в свій бізнес через ризик високих витрат на моніторинг.

Автором статті було проведено комплексне дослідження, присвячене вивченню прийняттю інвестиційних рішень при фінансуванні венчурних проектів та опитано 31 інвестора у венчурні проекти, в тому числі щодо структурування венчурних угод. Респонденти в рамках опитування визначили частоту використання контактних умов при проведенні венчурного фінансування та оцінили їх гнучкість у застосуванні.

Згідно з результатами цього дослідження, наведеними у рис. 1, пропорційні права (pro-rata rights), які надають інвесторам право участі у наступному раунді фінансування на пропорційній основі, використовують 58,1 % респондентів. Права участі (participation rights), які дозволяють інвесторам отримувати додаткові виплати, що надходять після того, як вони скористалася перевагою від ліквідації, використовуються в середньому 48,4 % інвесторами. Нарешті, ліквідаційні права (liquidation preference), які надають інвесторам переважну позицію при ліквідації проекту, зазначили 41,9 % опитаних інвесторів. Як правило, інвестори отримують кратну 1x ліквідаційну перевагу до своїх інвестицій. Будь-які мультиплікатори вище 2x, 3x, можна вважати як менш дружні для підприємців.



Рис. 1. Частота використання договірних умов у контрактах інвесторів при фінансуванні венчурних проектів

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

Інші договірні умови серед інвесторів є менш поширені:

- ✦ захист від розводження (full-ratchet anti-dilution protection) – цю умову інвестори використовують 9,7 % інвесторів на випадок, якщо наступний раунд фінансування буде залучений за нижчою ціною;
- ✦ права на викуп (redemption rights) дають інвестору право на викуп своєї частки або вимогу на викуп частки за первісною ціною – ці права використовують інвестори лише в 12,9 % випадків, що відрізняє вітчизняних інвесторів від іноземних колег;
- ✦ кумулятивні дивіденди накопичуються з плином часу та ефективно збільшують віддачу на інвестиції (а іноді і частки власності) після остаточної ліквідації. Респонденти викорис-

тують це положення угоди у 16,1 % випадків.

- ✦ 9,7 % респондентів не використовують жодних умов контрактів.

*Гнучкість договірних умов.*

Щоб зрозуміти, наскільки договірні умови можуть відрізнитись залежно від характеристик угоди, в опитуванні респондентам було запропоновано вказати умови контактів щодо яких вони є більш-менш гнучкими.

На додаток до умов, наведених на рис. 2., були включені додаткові фактори: наділення (vesting), права контролю (control rights) та право власності (ownership). Наділення (vesting) означає часткове позбавлення акцій засновників або працівників, які залишають компанію, а права контролю (control rights) включають такі функції, як посади в раді директорів, права вето на важливі рішення та захисні положення.

Можна помітити, що згідно з результатами проведеного опитування, найменш гнучкі контактні умови для інвесторів в спадному порядку – це захист від розводження (16 %), пропорційні права (20 %) та наділення (24 %). Умови щодо яких вітчизняні інвестори є найбільш гнучкими – контроль ради директорів (52 %), оцінка (48 %) (рис. 2). Близько 10 % інвесторів у венчурні проекти не використовують жодних умов контрактів.

Результати цього опитування також вказують на те, що гнучкість щодо переважних умов викупу частки та контролю ради директорів є більш притаманною для інвесторів пізніх стадій фінансування (рис. 3; рис. 4).

### ВИСНОВКИ

Можна помітити, що вітчизняні інвестори, згідно з цим дослідженням, менш схильні використовувати

певні умови контрактів (права викупу або кумулятивні дивіденди), натомість частіше використовують пропорційні права, права участі та ліквідаційні права.

При структуруванні своїх інвестицій респонденти вказали, що вони є відносно негнучкі щодо наступних контрактних умов: це захист від розводження, пропорційні права та наділення.

У дослідженнях Каплана та Стромберга [5] переваги ліквідації (liquidation preferences) та контроль ради директорів (Board control) пов'язують з внутрішнім і зовнішнім ризиком; захист від розводження (anti-dilution protection) пов'язаний тільки з внутрішнім ризиком; права викупу (redemption rights) пов'язані з зовнішнім ризиком. Обережно інтерпретуючи результати проведеного автором опитування, можна помітити, що вітчизняні інвестори є деякою мірою менш гнучкими щодо умов, які керують внутрішнім ризиком. ■

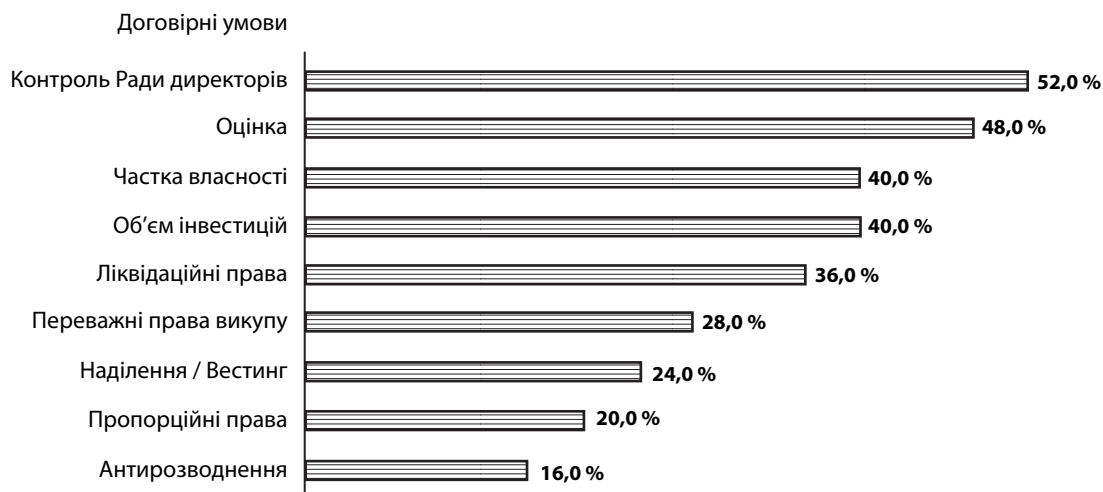


Рис. 2. Гнучкість використання договірних умов інвесторами при фінансуванні венчурних проектів

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

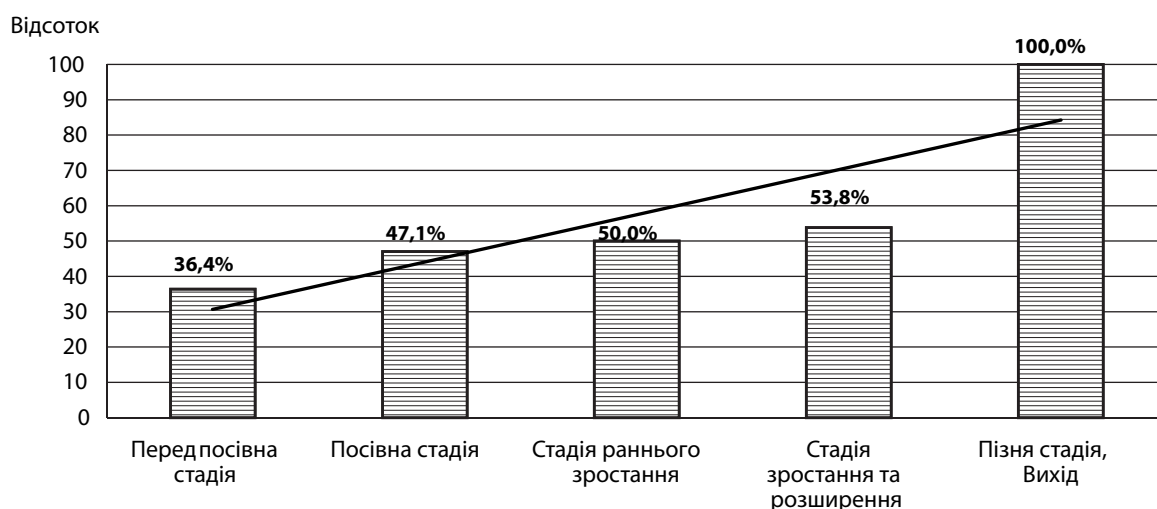
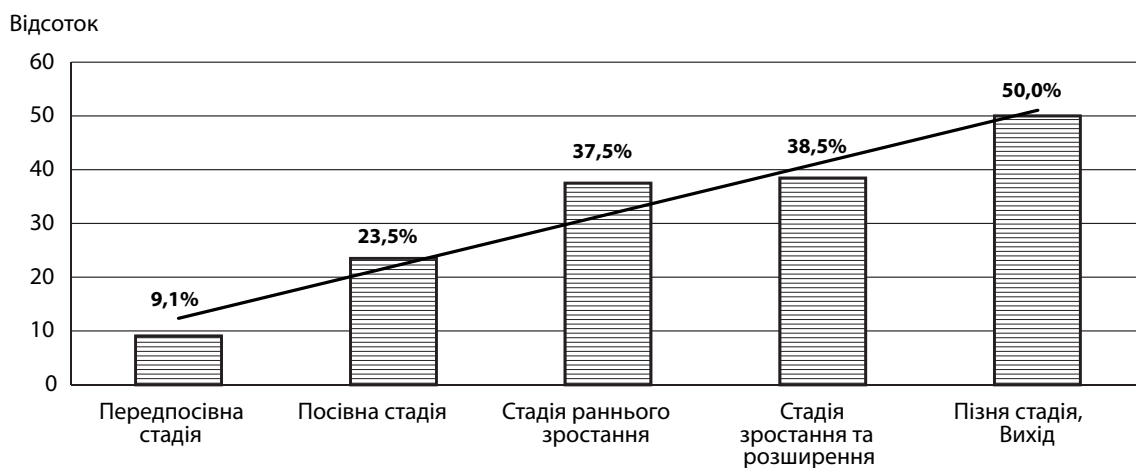


Рис. 3. Гнучкість використання договірних умов щодо контролю ради директорів в контрактах інвесторів на різних стадіях фінансування венчурних проектів

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.



**Рис. 4. Гнучкість використання переважних прав викупу частки в контрактах інвесторів на різних стадіях інвестування у венчурні проекти**

Джерело: авторська розробка на основі проведеного автором опитування.

#### ЛІТЕРАТУРА

1. **Bruton G., Ahlstrom D.** An institutional view of China's venture capital industry explaining the differences between China and the West. *Journal of Business Venturing*. 2003. Vol. 18. P. 233–259.
2. **Eisenhardt K. M.** Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*. 1989. Vol. 14, No. 1. P. 57–74.
3. **Gorman M., Sahlman W.** What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*. 1989. Vol. 4. P. 231–248.
4. **Hall H. J., Hofer C. W.** Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation. *Journal of Business Venturing*. 1993. Vol. 8. P. 25–42.
5. **Kaplan S. N., Stromberg P. E.** Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses. *The Journal of Finance*. 2004. Vol. 59 (5). P. 2177–2210.
6. **Kaplan S. N., Stromberg P. E.** Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts. *The Review of Economic Studies*. 2003. Vol. 70 (2). P. 281–315.
7. **Kaplan S. N., Stromberg P. E.** Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring (April 2001). *NBER Working Paper No. w8202*. URL: <https://ssrn.com/abstract=265297>
8. **Norton E., Tenenbaum B.** The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal. *Journal of Small Business Management*. 1993. Vol. 31. P. 32–41.
9. **Payne G. T., Davis J. L., Moore C. B., Bell R. G.** The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: exploring confidence and control. *Journal of Small Business Management*. 2009. Vol. 47 (2). P. 154–179.
10. **Pistor K., Raiser M., Gelfer S.** Law and Finance in Transition Economies // *CID Working Papers*, Center for International Development at Harvard University, 2000.
11. **Sahlman W.** The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*. 1990. Vol. 27, Issue 2. P. 473–521.
12. **Sapienza H. J., Gupta A. K.** Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction. *Academy of Management Journal*. 1994. Vol. 37, No. 6. P. 1618–1632.

Науковий керівник – Лук'яненко І. Г., доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри фінансів Національного університету «Києво-Могилянська академія»

#### REFERENCES

- Bruton, G., and Ahlstrom, D. "An institutional view of China's venture capital industry explaining the differences between China and the West". *Journal of Business Venturing*, vol. 18 (2003): 233-259.
- Eisenhardt, K. M. "Agency theory: an assessment and review". *Academy of Management Review*, vol. 14, no. 1 (1989): 57-74.
- Gorman, M., and Sahlman, W. "What do venture capitalists do?" *Journal of Business Venturing*, vol. 4 (1989): 231-248.
- Hall, H. J., and Hofer, C. W. "Venture Capitalists' Decision Criteria in New Venture Evaluation". *Journal of Business Venturing*, vol. 8 (1993): 25-42.
- Kaplan, S. N., and Stromberg, P. E. "Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capitalist analyses". *The Journal of Finance*, vol. 59 (5) (2004): 2177-2210.
- Kaplan, S. N., and Stromberg, P. E. "Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts". *The Review of Economic Studies*, vol. 70 (2) (2003): 281-315.
- Kaplan, S. N., and Stromberg, P. E. "Venture Capitalists as Principals: Contracting, Screening, and Monitoring (April 2001)". *NBER Working Paper no. w8202*. <https://ssrn.com/abstract=265297>
- Norton, E., and Tenenbaum, B. "The effects of venture capitalists' characteristics on the structure of the venture capital deal". *Journal of Small Business Management*, vol. 31 (1993): 32-41.
- Payne, G. T. et al. "The deal structuring stage of the venture capitalist decision-making process: exploring confidence and control". *Journal of Small Business Management*, vol. 47 (2) (2009): 154-179.
- Pistor, K., Raiser, M., and Gelfer, S. "Law and Finance in Transition Economies". In *CID Working Papers*. Center for International Development at Harvard University, 2000.
- Sahlman, W. "The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations". *Journal of Financial Economics*, vol. 27, no. 2 (1990): 473-521.
- Sapienza, H. J., and Gupta, A. K. "Impact of agency risks and task uncertainty on venture capitalist-CEO interaction". *Academy of Management Journal*, vol. 37, no. 6 (1994): 1618-1632.