

Содержание:

- Предисловие
- Юридически обязательный характер
- Запрет продавцу подыскивать более выгодного покупателя / сохранение конфиденциальности (No shop / confidentiality)
- Расходы (Expenses)
- Дата завершения (Closing date)
- Сумма финансирования (Amount of financing)
- Цена за акцию (Price per share)
- Оценка доинвестиционной стоимости (Pre-money valuation)
- Фонд опционов для сотрудников (Employee stock option pool)
- Инвесторы и таблица капитализации (Investors/cap table)
- Дивиденды (Dividends)
- Ликвидационные привилегии (Liquidation preference)
- Права участия (Participation)
- Право участия, подчиняющееся ограничению (Participation with a cap)
- Примеры
- Ликвидационные привилегии при последующих раундах финансирования (Liquidation privileges for subsequent rounds)
- Исключения для условно размещенных сумм (Escrow)
- Права голоса (Voting rights)
- Права наблюдателя (Observer rights)
- Факультативная конвертация (Optional conversion)
- Автоматическая конвертация (Automatic Conversion)
- Положения против разводнения (Anti-dilution provisions)
- Корректировки против разводнения на основании цены
- Метод «взвешенного среднего» при защите от разводнения (Weighted average anti-dilution protection)
- Формула универсального взвешенного среднего (Broad-based weighted average formula)
- Формула специального взвешенного среднего (Narrow-based weighted average formula)
- Защита от разводнения «методом полного храповика» (Full ratchet anti-dilution protection)
- Структурная защита от разводнения (Structural anti-dilution protection)
- Защита от разводнения на основании достижения промежуточных целей (Milestone-based anti-dilution protection)
- Абсолютная защита от разводнения (Percentage guarantee antidilution protection)
- Исключения (Exceptions)

- Как часто вступают в силу положения о защите от разведения (Liquidation)?
- Права на регистрацию (Registration rights)
- Подлежащие регистрации ценные бумаги (Registrable securities)
- Требования регистрации (Demand registration)
- Регистрация по форме S-3 (Registration on form S-3)
- Регистрация «на чужой спине» (Piggyback registration)
- Расходы на регистрацию (Registration expenses)
- Соглашение о неотчуждении акций (Lock-up)
- Права на управление и информационные права (Management and information rights)
- Право участия в будущих раундах финансирования на пропорциональной основе (Right to participate pro rata in future rounds)
- Право принуждения подключения к сделке (Drag along)
- Право первого отказа (Right of first refusal)
- Право принуждения к совместной продаже (Right of co-sale)
- Право выкупа (Redemption rights)
- Положения о защите (Protective provisions)
- Соглашения о собственной информации и изобретениях (Proprietary information and inventions agreement)
- Акции учредителей (Founders' stock)
- Соглашения о запрете конкуренции и переманивания (Noncompetition and non-solicitation agreements)
- Страхование на случай смерти одного из учредителей (Key-man insurance)
- Другие договоры (Other agreements)
- Заключение
- Алфавитный указатель (Index)
- Образец соглашения

Предисловие

Данное Руководство построено следующим образом: после формулировки каждого отдельного положения Соглашения (выделено **курсивом** и **цветом**) следует подробный комментарий, демонстрирующий особенности использования данного положения в различных обстоятельствах.

После этого представлен алфавитный указатель основных терминов, используемых в индустрии венчурного финансирования.

Если в русском языке нет соответствующего устоявшегося термина, приводится его английский вариант.

Если какое-либо понятие обычно обозначается разными терминами, в Руководстве представлены все используемые на практике варианты.

Везде, где это необходимо, указаны стандартные принципы и положения, широко используемые в данном секторе.

В приложении представлен образец текста соглашения о выпуске акций серии А, иллюстрирующий практическое применение общих положений, описанных в Руководстве.

Данный образец соглашения, конечно же, не применим ко всем возможным ситуациям, но он отражает общепринятые подходы к венчурному финансированию.

Цель данного руководства состоит в том, чтобы дать как предпринимателям, так и сотрудникам фондов венчурного финансирования подробное представление о структуре венчурных сделок и их особенностях, стандартных принципах инвестиционного процесса, а также о различных методах и приемах, используемых в таких процессах.

Таким образом, все заинтересованные стороны будут лучше подготовлены к эффективным переговорам.

Основные Условия

Настоящее Предварительное соглашение содержит основные условия финансирования компании [_____] (далее - "Компания") посредством выпуска привилегированных акций серии А.

В качестве компенсации за время и расходы, которые были или будут выделены Инвесторами на рассмотрение данной инвестиционной сделки, положения Предварительного соглашения о:

- запрете продавцу подыскивать более выгодного покупателя;***
- сохранении конфиденциальности;***
- оплате юриста инвесторов,***

будут иметь обязательную юридическую силу для Компании, вне зависимости от того, состоится ли финансирование.

Никаких других юридически связывающих обязательств не будет создано до тех пор, пока все стороны не оформят и не вручат друг другу окончательные соглашения.

Настоящее Предварительное соглашение не является обязательством по инвестированию, инвестирование будет произведено при удовлетворенности Инвесторов результатами комплексной юридической и экономической оценки сделки и содержанием подготовленных документов.

Практически все условия предварительного соглашения не носят юридически обязательного характера, за исключением определенных положений, касающихся

эксклюзивности, конфиденциальности и (или) расходов.

Несмотря на то, что большинство обладающих хорошей репутацией фондов венчурного финансирования отступают от условий подписанных предварительных соглашений только в тех случаях, когда обнаруживают серьезные нарушения, например, подделку документов или значительное искажение фактов в ходе проведения комплексной юридической оценки, либо серьезное уголовное прошлое учредителей компаний, наименее этичные венчурные фонды довольно часто отказываются заключать сделку финансирования после подписания предварительного соглашения.

В настоящее время по законодательству США принято считать, что предварительное заключение не является юридически обязательным, в отличие от некоторых юрисдикций континентальной Европы, в которых при принятии решения не осуществлять финансирование (вообще или конкретно на тех условиях, которые предусмотрены в предварительном соглашении) предусматривается обязательство действовать добросовестно.

Таким образом, в данных юрисдикциях у инвесторов или у компании предположительно нет возможности безосновательно уклониться от выполнения условий предварительного соглашения.

ЗАПРЕТ ПРОДАВЦУ ПОДЫСКИВАТЬ БОЛЕЕ ВЫГОДНОГО ПОКУПАТЕЛЯ / СОХРАНЕНИЕ КОНФИДЕНЦИАЛЬНОСТИ (NO SHOP / CONFIDENTIALITY)

Компания соглашается добросовестно и оперативно работать для завершения сделки.

Компания и Учредители соглашаются, что в течение [__] дней со дня принятия данного Предварительного соглашения они не будут предпринимать никаких действий для того, чтобы способствовать подаче (а также инициировать, стимулировать их или содействовать им) любого предложения, проведению переговоров или оферты со стороны любого физического или юридического лица, помимо Инвесторов, в отношении продажи или выпуска любых акций в акционерном капитале Компании [или приобретения, продажи, аренды, передачи по лицензии или другого распоряжения Компанией или существенной частью акционерного капитала или активов Компании] и немедленно сообщит Инвесторам о любых запросах со стороны третьих лиц, касающихся всего вышесказанного.

[В случае нарушения Компанией ее обязательства не подыскивать более выгодного покупателя и заключения ею любой из перечисленных выше сделок до [__], [без предоставления Инвесторам возможности вложить средства на тех же условиях, на которых другие лица участвуют в такой сделке] Компания выплачивает Инвесторам [__] долл. США после завершения любой такой сделки в качестве заранее оцененных убытков.]

Компания не раскрывает условия настоящего Предварительного соглашения каким-либо лицам, за исключением должностных лиц, членов совета директоров, бухгалтеров и юристов Компании, а также других потенциальных Инвесторов, приемлемых для ведущего Инвестора без письменного согласия Инвесторов.

Инвесторы часто требуют от компаний согласовать исключительный период проведения переговоров (иногда называется "запрет на поиск более выгодного предложения").

Инвесторы тратят довольно много времени и усилий для проведения комплексной юридической проверки и обсуждения условий сделки, и инвесторы не хотят, чтобы компания моментально отвернулась от них и воспользовалась предварительным соглашением для того, чтобы заполучить более выгодные условия сделки с другими инвесторами.

Однако при даче согласия на "запрет на поиск более выгодного предложения" компаниям следует проявлять осторожность.

Соглашаясь на такой запрет слишком рано, они могут закрыть себе более выгодные возможности.

Кроме того, запрет на поиск более выгодного предложения может стать еще более стесняющим в ситуации, когда средства компании будут практически на исходе.

В конечном итоге, с точки зрения компании, такой запрет проблематичен, поскольку у инвесторов нет обязательства предоставлять инвестиции.

Компании могут захотеть выделить некоторые пункты из предварительного соглашения, которые будут допустимы для обсуждения с существующими инвесторами, банками и отдельными другими инвесторами.

Следует ли компании в конечном итоге соглашаться на запрет на поиск более выгодного предложения в течение определенного срока, будет зависеть от ряда факторов, включая финансовое состояние компании, позицию сторон в переговорах, рыночные условия и т.д.

Обычно срок действия запрета на поиск более выгодного предложения составляет 30-60 дней.

В венчурном финансировании не принято предусматривать отступные, однако этот вопрос можно рассмотреть в тех случаях, когда велика вероятность продажи Компании до фактического осуществления финансирования (например, сделка на более поздней стадии).

РАСХОДЫ (EXPENSES)

[Юрист [Инвестора/Компании] составляет документы для заключения сделки. Компания оплачивает все юридические и административные расходы по финансированию [в момент Завершения], включая обоснованные вознаграждение и расходы за услуги юриста Инвестора, размер которых не должен превышать []

долл. США [, за исключением случаев, когда сделка не заключается потому, что Инвесторы отзывают свои обязательства без каких-либо оснований для этого].

Инвесторы почти всегда требуют, чтобы компания оплачивала расходы на юридические услуги, понесенные в ходе структурирования финансирования.

Как правило, размер такого вознаграждения ограничивается.

Несмотря на то, что существуют общепринятые в данной сфере деятельности стандарты относительно уровня ограничения, его уровень должен соответствовать уровню сложности сделки.

Для сделок с выпуском привилегированных акций серии А средней сложности ограничение обычно составляет 50 000 долл. США.

Для сделок с выпуском привилегированных акций серии В средней сложности ограничение обычно составляет 75—100 тыс. долл. США.

В Кремниевой долине стандартным считается, чтобы первые проекты финансовых документов были подготовлены юристом компании.

Для компаний, на совсем раннем уровне развития, и не имеющих средств для найма юриста, подготовкой документов часто занимается юрист инвестора.

ДАТА ЗАВЕРШЕНИЯ (CLOSING DATE)

В кратчайшие возможные сроки после одобрения Компанией настоящего Предварительного оглашения ("Завершение"). [необходимо описать, при каких условиях возможно несколько завершений, если это применимо]

Обычно заключение сделки венчурного финансирования занимает от 30 до 60 дней.

Для венчурного финансирования типично предусматривать некоторую гибкость для заключения последующих сделок в течение разумного срока после первоначального завершения.

Это дает возможность компании получить денежные средства от инвесторов, которые готовы вкладывать средства, не исключая при этом возможность последующих вложений со стороны других инвесторов, которые так же планируют подключиться к процессу позже или откладывают процесс инвестирования на ином основании.

Период времени между заключением первоначальной сделки и заключительной из последующих сделок обычно составляет от 30 до 90 дней.

Целесообразно установить разумные пределы для срока, в течение которого могут быть заключены последующие сделки.

По прошествии определенного периода времени стоимость компании может измениться, что повлечет за собой новые ценовые условия.

СУММА ФИНАНСИРОВАНИЯ (AMOUNT OF FINANCING)

*Общая сумма финансирования составляет [_____] долл. США в [__] траншах.
Первый транш размером в [__] долл. США по Завершению [__].
Второй транш размером в [__] долл. США по достижению Компанией промежуточных целей описанных в Приложение Б.*

Значительная часть венчурных фондов ставят свои инвестиции в зависимость от достижения определенных промежуточных целей.

Например, инвесторы соглашаются на первый раунд финансирования на сумму 6 млн. долл. США и делят этот раунд на два транша по 3 млн. долл. США каждый.

Первый транш инвестируется при заключении начальной сделки, второй транш инвестируется по достижении указанной промежуточной цели к указанному сроку.

Обычные промежуточные цели в венчурном финансировании предусматривают: наем квалифицированного генерального директора; подписание договора о сотрудничестве с государственными органами, заявки на применение экспериментального препарата и т.д..

В целом в качестве промежуточных целей в соглашении о финансировании могут фигурировать любые значительные и поддающиеся объективной проверке события в развитии компании.

Финансирование, основанное на промежуточных целях, дает инвесторам преимущества и может стимулировать их на инвестирование в новое предприятие, устраняя при этом множество рисков.

Инвесторы могут вкладывать свои средства меньшими порциями и удерживать дополнительные средства в том случае, если производственные показатели компании не соответствуют прогнозам.

Помимо использования промежуточных целей для хеджирования рисков финансирования, инвесторы могут использовать промежуточные цели для того, чтобы спровоцировать вступление в силу дополнительных прав.

Например, договоры о финансировании могут быть составлены так, чтобы в случае не достижения компанией определенных промежуточных целей увеличивать права выкупа инвесторов или предоставлять им право контролировать состав совета директоров.

Цена за акцию (Price per share)

Цена за акцию составляет [] долл. США (на основании капитализации Компании, предусмотренной ниже) ("Начальная цена приобретения" / Original Purchase Price)

Цена за акцию представляет собой доинвестиционную стоимость компании, разделенную на количество "полностью разводненных" обращающихся акций.

Несмотря на то, что средние оценки доинвестиционной стоимости бесполезны для формирования цен по отдельным сделкам, они довольно наглядны.

Приведенные ниже таблицы отражают средние доинвестиционные оценки и суммы, вложенные в акции серий А-С за период с 2005 по 2008 гг.:

Серия А \$(млн.)

	2005	2006	2007	2008
Доинвестиционная стоимость	\$8,3	\$10	\$9,6	\$6,6
Полученная сумма	\$5,7	\$5,7	\$6	\$3,45

Серия В \$(млн.)

	2005	2006	2007	2008
Доинвестиционная стоимость	\$21,3	\$25,9	\$28,2	\$21,5
Полученная сумма	\$9,9	\$10,6	\$11,8	\$9,9

Серия С и последующие раунды \$(млн.)

	2005	2006	2007	2008
Доинвестиционная стоимость	\$48,2	\$56,8	\$60,3	\$52,5
Полученная сумма	\$15,4	\$14,4	\$13,1	\$11,2

(Источник: "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", зима 2007 г., лето 2009 г.)

Оценка доинвестиционной стоимости (Pre-money valuation)

Начальная цена приобретения рассчитывается на основании оценки доинвестиционной стоимости (premoney valuation) Компании при полностью разводненных акциях (fully diluted shares), которая составляет [] долл. США, и послеинвестиционной стоимости (post-money valuation) Компании при полностью разводненных акциях, которая составляет [] долл. США (включая фонд опционов (employee stock option pool) для работников, который составляет []% послеинвестиционной капитализации при полностью разводненных акциях).

Здесь необходимо рассмотреть три понятия:

1. доинвестиционная стоимость (pre-money valuation)
2. послеинвестиционная стоимость (post-money valuation);
3. полностью разводненные акции (fully diluted shares).

Когда инвестор предлагает инвестировать средства в компанию, инвестор обычно начинает с определения стоимости компании в целом по состоянию на момент до заключения сделки, что называется "*доинвестиционной стоимостью*".

Для такой оценки инвесторы используют разные методы, обсуждение которых выходит за рамки данной работы.

После определения доинвестиционной стоимости, цена за акцию, которую придется заплатить инвестору, может быть рассчитана по следующей формуле:

Цена за акцию = доинвестиционная стоимость / количество акций по состоянию на момент до заключения инвестиционной сделки

Поскольку единственным непосредственным эффектом, который окажет сделка на стоимость компании, будет увеличение количества имеющихся у нее денежных средств, стоимость компании по состоянию на момент после заключения увеличится лишь на сумму таких денежных средств:

Послеинвестиционная стоимость = доинвестиционная стоимость + инвестиция

Часть компании, которая будет принадлежать инвесторам после сделки, представляет собой количество купленных ими акций, разделенное на общее количество обращающихся акций:

Часть акций, принадлежащая инвесторам = Выпущенные акции / количество акций после инвестиций

Иначе говоря:

Часть акций, принадлежащая инвесторам = инвестиция / послеинвестиционная стоимость = инвестиция / (доинвестиционная стоимость + инвестиция)

Таким образом, когда инвестор предлагает инвестировать 2 млн. долл. США в предприятие доинвестиционной стоимостью 3 млн. долл. США, это означает, что после сделки инвесторам будет принадлежать 40% компании:

$$\text{\$2млн.} / (\text{\$3 млн.} + \text{\$2 млн.}) = 2/5 = 40\%$$

А в случае если до инвестиции в обращении находилось 1,5 млн. акций, можно рассчитать цену за акцию по следующей формуле:

Цена за акцию = доинвестиционная стоимость / количество акций по состоянию на момент до инвестиционной сделки = \\$3 млн. / 1,5 млн. = \\$2,00

А также количество новых выпущенных акций:

Выпущенные акции = инвестиция / цена за акцию = \\$2 млн. / \\$2,00 = 1 млн.

Термин "*полностью разводненные*" имеет разные значения, и важно прояснить его значение именно в качестве отправной точки для цели определения цены за акцию.

Количество "*полностью разводненных*" акций, как правило, включает в себя все обращающиеся обыкновенные акции, все обращающиеся привилегированные акции, а также все нереализованные опционы, варранты и другие конвертируемые ценные бумаги так, как будто бы они уже были в полной мере реализованы или конвертированы.

Кроме того, компания и инвесторы обычно оговаривают, будут ли включены в количество "*полностью разводненных*" акций невыпущенные опционы и акции, которые инвесторы обычно требуют добавить к фонду опционов для работников компании (см. подробное обсуждение этого вопроса далее).

При финансировании, стороны обычно оценивают, стоит ли создавать или увеличивать фонд опционов на акции для работников (для обеспечения в перспективе достаточного количества акций для руководства, работников и т.д.).

Будут ли такие дополнительные акции включены в количество "*полностью разводненных*" акций, или нет, окажет воздействие на цену за акцию.

ФОНД ОПЦИОНОВ ДЛЯ СОТРУДНИКОВ (EMPLOYEE STOCK OPTION POOL)

...включая фонд опционов (employee stock option pool) для работников, которые составляют [__]% послеинвестиционной капитализации при полностью разводненных акциях).

Смысл фонда опционов для работников состоит в поощрении работников путем их участия в финансовых прибылях, полученных в результате успешной деятельности компании.

В технологических компаниях программы участие работников в акционерной собственности очень популярно.

Как правило, инвесторы требуют, чтобы 10-20% акционерного капитала компании были зарезервированы в рамках программы участия работников в акционерной собственности, образуя фонд опционов.

Если у компании уже имеется фонд опционов, инвесторы обычно требуют довести его до уровня 10-20%.

Фонд опционов обычно выделяется из доли учредителей в компании.

Иначе говоря, доинвестиционная оценка компании практически всегда включает в себя крупный нераспределенный фонд опционов.

Это занижает действительную оценку компании и разводняет учредителей, но не инвесторов.

Также в случае если компания ликвидируется или осуществляет IPO до полного распределения фонда опционов, невыпущенные (и необеспеченные) акции аннулируются.

Как ни странно, это пропорционально выгодно владельцам акций всех классов, несмотря на то, что изначально разводнение испытывали лишь учредители.

Это может показаться несправедливым, однако данное правило действует в венчурном финансировании почти непреложно.

Единственная реальная возможность для учредителей уменьшить разводнение, вызванное внедрением системы опционов, это выговорить меньший объем этой системы.

Приведенный ниже график иллюстрирует распределение опционных фондов разного размера в компаниях, находящихся на начальном этапе развития, непосредственно после завершения раунда финансирования посредством выпуска акций серии А в течение 2006 – 2007 гг.

Размер фонда опционов	6-10%	11-15%	16-20%	21-25%	26-30%	31-35%
Процент всех компаний	20%	33%	27%	6%	7%	4%

(Источник: "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", лето 2008)

Как видно из графика, размер фонда опционов может сильно различаться.

Одним из способов уменьшить размер фонда опционов для учредителей может стать создание программы найма на следующие 12-18 месяцев.

Для распределения фонда опционов в зависимости от программы найма учредителю следует взять за основу рамки предоставления опционов, действующие в настоящее время в Кремниевой долине:

Должность	Диапазон (%)
Генеральный директор (CEO)	5 – 10
Главный операционный /финансовый директор (COO/CFO)	2 - 5

Вице-президент (Vice President)	1 - 2
Независимый член совета директоров (Independent Director)	1
Член совета директоров (Director)	0.4 - 1.25
Главный инженер (Lead Engineer)	0.5 - 1
Старший инженер (Senior Engineer)	0.33 - 0.66
Младший инженер (Junior Engineer)	0.2 – 0.33

Верхний предел диапазона относится к проверенным избранным сотрудникам.

В большинстве случаев количество предоставляемых опционов ближе к нижнему пределу.

На распределение опционов влияет множество факторов, включая качество имеющихся сотрудников и потенциал и опыт новых сотрудников.

Стоит отметить, что в приведенном выше графике фактический совокупный процент акций, распределяемых руководству и работникам, как правило, зависит от количества учредителей и их роли в компании.

Например, если один из учредителей действует также в качестве генерального директора, учредители могут потребовать уменьшения размера фонда опционов в целом по меньшей мере на 5%.

ИНВЕСТОРЫ И ТАБЛИЦА КАПИТАЛИЗАЦИИ (INVESTORS/CAP TABLE)

Структура капитала компании до и после Завершения инвестирования приводится в Приложении А.

Инвестор № 1: [_____] акций ([__]%), [_____] долл. США

Инвестор № 2: [_____] акций ([__]%), [_____] долл. США

[а также другие инвесторы, согласованные Инвесторами и Компанией.]

Рекомендуется составить таблицу капитализации, в которой будут наглядно проиллюстрированы примерные соотношения долей собственности в акционерном капитале компании до и после инвестиций.

Прекрасное руководство по составлению таблицы капитализации можно найти на веб-сайте Venture Hacks: <http://www.venturehacks.com/articles/cap-table>.

Дивиденды (Dividends)

Вариант 1: Дивиденды выплачиваются на Привилегированные акции серии А только по состоянию на момент их конвертации в Обыкновенные акции в том

случае, если они выплачиваются на Обыкновенные акции (в тот же момент времени и в том же порядке).

Вариант 2: На Привилегированные акции серии А начисляются дивиденды по ставке [__]% годовых [и они подлежат выплате только в тот момент и в том случае, если Совет директоров объявляет об их выплате] [либо после ликвидации или выкупа акций.]

В отношении любых других дивидендов или распределений прибыли – участие осуществляется совместно с владельцами Обыкновенных акциях по состоянию на момент конвертации.

Компании, находящиеся на ранних этапах развития обычно не в состоянии выплачивать дивиденды.

В большинстве случаев, таким компаниям вместо того, чтобы выплачивать дивиденды своим акционерам следует вкладывать всю прибыль в развитие.

В некоторых юрисдикциях даже существует запрет на выплату любых дивидендов в случае, если компания имеет низкие показатели по бухгалтерским балансам.

Инвесторы, в свою очередь, тоже не стремятся к получению дивидендов, поскольку дивиденды, как правило, не дают "венчурной доходности".

На ранних этапах венчурных инвестиций успехом считается не доходность в размере 10%, а десятикратный рост оборотов или клиентской базы.

Самым распространенным подходом к дивидендам является выплата необязательных некумулятивных дивидендов, что означает, что дивиденды будут выплачиваться только в том случае, если они будут объявлены советом директоров, и только в том объеме, в котором они будут объявлены советом директоров.

Тем не менее, в некоторых случаях инвесторы захотят предусмотреть право выплаты кумулятивных дивидендов.

Функция кумулятивных дивидендов в целом похожа на процентную ставку по кредиту: они представляют собой процент от начальной цены инвестиций в привилегированные акции (как правило, в пределах 6-10%), начисляются на ежеквартальной или другой регулярной основе до момента, когда в силу вступает ликвидационная привилегия.

Как правило, таким моментом является выход из инвестиции – например, продажа компании или IPO.

Такая возможность выгодна инвесторам, поскольку дивиденды подлежат выплате сверх всех остальных необходимых выплат по ликвидационной привилегии.

Кумулятивные дивиденды встречаются редко, особенно в сделках, касающихся предприятий Кремниевой долины.

Однако стоит заметить, что некоторые венчурные фонды Восточного побережья США предпочитают включать соответствующее положение в свои соглашения.

Кумулятивные дивиденды — в 2005-2009 гг. кумулятивные дивиденды выплачивались по следующим процентам финансирования:

Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	2008	2007	2006	2005
4%	7%	2%	10%	6%	16%	17%	14%

(Источник: "Исследования венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West"; "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", 2005-2010)

Важно отметить, что даже с кумулятивными дивидендами венчурные инвесторы обычно не ожидают фактических выплат дивидендов.

Скорее, кумулятивные дивиденды рассматриваются как средство существенно увеличить базовые вложения в акционерный капитал.

После конвертации привилегированных акций кумулятивные дивиденды могут быть конвертированы в дополнительные обыкновенные акции, что увеличит долю собственности инвесторов в компании по сравнению с их изначальными инвестициями.

Кумулятивные дивиденды также обычно выплачиваются при оплате любых ликвидационных привилегий и при любом виде выкупа.

Компаниям стоит знать, что накапливающиеся дивиденды представляют собой пассивы, которые обычно отражены в бухгалтерском балансе компании, что может ухудшить способность компании к получению заемных средств.

Для обеспечения некоторой гибкости в случае если кумулятивные дивиденды создают помеху возможной сделке, сторонам следует согласовать некий вариант, при котором совет директоров или владельцы привилегированных акций могут отказаться от кумулятивных дивидендов.

Ликвидационные привилегии (Liquidation preference)

Слияние или поглощение (за исключением слияния или поглощения, в котором акционерам Компании принадлежит большинство прав голоса по обращающимся акциям оставшейся или приобретающей корпорации), ***а также продажа, аренда, передача, передача на основании исключительной лицензии или иное распоряжение всеми или практически всеми активами Компании рассматривается как ликвидация*** ("Приравненное к ликвидации событие" / Deemed Liquidation Event), ***и приводит в действие выплату ликвидационных привилегий, описанных ниже [за исключением случаев, когда владельцы []% Привилегированных акций серии А принимают иное решение].***

[Права инвесторов на ликвидационные привилегии не аннулируются и не уменьшаются в случае, если какая-либо часть вознаграждения, полученного в результате Приравненного к ликвидации события, депонируется у третьего лица.]

В случае ликвидации, роспуска или прекращения деятельности Компании, прибыль выплачивается следующим образом:

Вариант 1 (неучаствующие Привилегированные акции / *non-participating Preferred Stock*): **Сначала выплачивается большая из двух сумм:**

(i) [одна] Начальная цена приобретения [плюс начисленные дивиденды] [плюс объявленные и не выплаченные дивиденды] на каждую Привилегированную акцию серии А,

или:

(ii) сумма, которая подлежала бы выплате на каждую Привилегированную акцию серии А, в случае если бы все Привилегированные акции были конвертированы в Обыкновенные акции.

Оставшаяся прибыль распределяется среди владельцев Обыкновенных акций на пропорциональной основе.

Вариант 2 (полностью участвующие Привилегированные акции / *fully participating Preferred Stock*): **Сначала выплачивается [одна] Начальная цена приобретения [плюс начисленные дивиденды] [плюс объявленные и не выплаченные дивиденды] на каждую Привилегированную акцию серии А, после чего - владельцы Привилегированных акции серии А по состоянию на момент конвертации участвуют в распределении прибыли наряду с владельцами Обыкновенных акций на пропорциональной основе.**

Вариант 3 (Привилегированные акции с ограниченным участием / *cap on Preferred Stock participation rights*): **Сначала выплачивается [одна] Начальная цена приобретения [плюс начисленные дивиденды] [плюс объявленные и не выплаченные дивиденды] на каждую Привилегированную акцию серии А, после чего - владельцы Привилегированных акции серии А по состоянию на момент конвертации участвуют в распределении прибыли наряду с владельцами Обыкновенных акций на пропорциональной основе до тех пор, пока владельцы Привилегированных акций серии А не получают в совокупности [_____] Начальных покупных цен на акцию, и на этом этапе каждый владелец Привилегированных акций серии А вправе получить большую из указанных далее сумм:**

(i) такую сумму на акцию,

или

(ii) сумму которую получил бы такой владелец в случае, если бы все Привилегированные акции серии А были конвертированы в Обыкновенные непосредственно перед такой ликвидацией.]

Ликвидационная привилегия представляет собой право, которое почти всегда требуют инвесторы в качестве признания того риска, который они берут на себя в связи со своими капитальными инвестициями.

Существует много различных вариантов, но в целом ликвидационная привилегия обычно предусматривает, что в случае ликвидации компании или в случае, если с компанией происходит событие, приравненное к ликвидации (см.ниже), инвесторы получают определенную сумму прибыли вперед любых других акционеров, включая первоначальных учредителей.

Для целей венчурного финансирования понятие "ликвидация" не ограничивается традиционными ликвидационными событиями, такими как банкротство или собственно ликвидация.

В венчурном финансировании ликвидация фактически привязана к "ликвидационному событию", когда акционеры получают прибыль на свои акции в компании, и включает в себя слияния, приобретения или смену контроля над компанией ("приравненные к ликвидации события").

Стандартная формулировка выглядит следующим образом: ***Сделка слияния, приобретения, продажи контрольного количества прав голоса или продажи всех или практически всех активов Компании, при которой акционеры Компании не владеют большинством обращающихся акций выжившей корпорации, считается ликвидацией.***

В большинстве сценариев IPO привилегированные акции конвертируются в обыкновенные акции в ходе IPO, исключая таким образом ликвидационную привилегию и права участников.

Соответственно, IPO обычно не рассматривается как "ликвидация".

Варианты ликвидационной привилегии

Одинарная привилегия

Самый распространенный вариант в венчурном финансировании состоит в предоставлении привилегии в размере 1(одной) покупной цены.

Это дает инвесторам определенную уверенность в том, что они получают назад свои вложения до того, как средства будут распределены между владельцами обыкновенных акций.

Это также помогает разумно скоординировать интересы инвесторов с интересами учредителей, руководства и других владельцев обыкновенных акций, поскольку требует от инвесторов – владельцев привилегированных акций конвертировать их акции в обыкновенные акции для получения прибыли, превышающей размер их изначальных инвестиций (в зависимости от объема любых прав на участие в распределении остальной прибыли – см. рассмотрение этого вопроса ниже).

Ликвидационная привилегия — В 2005-2009 гг. процентные показатели первоочередных одинарных ликвидационных привилегий по финансированию выглядели следующим образом:

Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	2008	2007	2006	2005
41%	49%	41%	45%	45%	50%	46%	55%

Процентные соотношения первоочередных одинарных ликвидационных привилегий по сериям акций выглядели следующим образом:

Серия акций	Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	Q4'08	Q3'08	Q2'08	Q1'08
B	24%	38%	17%	35%	30%	35%	21%	38%
C	50%	40%	52%	38%	35%	48%	32%	46%
D	58%	63%	50%	56%	61%	59%	62%	36%
E и выше	37%	67%	53%	55%	50%	38%	50%	70%

(Источник: "Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West"; "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", 2005-2010 гг.)

Множественные привилегии (Multiple Preferences)

В более редких случаях, когда есть существенные риски, связанные с инвестициями, или исключительно неблагоприятный экономический климат, инвесторы могут потребовать, чтобы привилегия представляла собой производное от покупной цены на привилегированные акции (обычно это выражается как 2-кратная, 3-кратная и т.д. цена за привилегированные акции).

После кризиса интернет-компаний в 2001 году, инвесторы порой увеличивали это число до 10 раз!

Вследствие экономического кризиса за последние два года количество случаев финансирования с множественными ликвидационными привилегиями увеличилось, однако, как видно из приведенных ниже таблиц, множественные привилегии остаются достаточной редкостью, а кратность практически никогда не превышает x3 раз.

Множественные ликвидационные привилегии — В 2008-2009 гг. процентные показатели множественных первоочередных ликвидационных привилегий по финансированию выглядели следующим образом:

Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	Q4'08	Q3'08	Q2'08	Q1'08
19%	21%	24%	28%	23%	16%	11%	17%

Варианты кратности при множественных первоочередных ликвидационных привилегиях выглядели следующим образом:

Кратность	Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	Q4'08	Q3'08	Q2'08	Q1'08
>1x-2x	57%	89%	75%	80%	70%	50%	75%	100%
>2x-3x	43%	11%	25%	10%	20%	50%	25%	0%
>3x	0%	0%	0%	10%	10%	0%	0%	0%

(Источник: "Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West", 2/2010)

ПРАВА УЧАСТИЯ (PARTICIPATION)

Следующий после кратных привилегий вопрос заключается в том, вправе ли владельцы привилегированных акций принимать участие в распределениях прибыли после выплаты им ликвидационной привилегии (participation).

При "неучаствующих" (nonparticipating) привилегированных акциях владельцы привилегированных акций вправе получить лишь сумму, соответствующую количеству их привилегированных акций (обычно это сумма, уплачиваемая за акции) плюс любые начисленные и невыплаченные дивиденды после продажи или ликвидации компании.

Любая оставшаяся прибыль распределяется исключительно между владельцами обыкновенных акций.

В случае если после продажи или ликвидации компании владельцы обыкновенных акций получают по каждой акции больше, нежели владельцы привилегированных акций (типично для продажи компании по высокой цене), владельцы привилегированных акций могут конвертировать свои акции в обыкновенные акции и обменять свою привилегию на право полноценного участия во всех прибылях в результате ликвидации на пропорциональной основе.

Учредители и остальные владельцы обыкновенных акций обычно предпочитают неучаствующие привилегированные акции, поскольку это предусматривает, что для получения прибыли на свои инвестиции, превышающей оговоренную сумму ликвидационной привилегии, владельцы привилегированных акций обязаны конвертировать свои акции и уравниваться в правах с владельцами обыкновенных акций.

В случае "участующих" (participating) привилегированных акций их владельцы вправе при наступлении события, приравненного к ликвидации, первыми получить сумму своей ликвидационной привилегии (плюс начисленные и невыплаченные дивиденды), после чего любая оставшаяся прибыль распределяется среди владельцев обыкновенных акций и привилегированных акций по состоянию на момент конвертации.

Участвующие привилегированные акции предоставляют инвесторам существенное преимущество за счет учредителей, чьи права на любые суммы, остающиеся после уплаты ликвидационной привилегии, урезаются в результате участия инвестора в распределении оставшихся сумм.

Право на участие может быть более оправданным при определенных рисках инвестирования, а также на поздних этапах инвестирования в тех случаях, когда возможность продажи в скором времени после вложения капитала может оправдать премии.

Наиболее распространенным является подход, при котором привилегированные акции участвуют в распределении прибыли после выплаты ликвидационной привилегии.

В редких случаях ликвидационная привилегия может быть структурирована таким образом, чтобы предусматривать выплату некоторых сумм владельцам обыкновенных акций до того, как в распределении прибыли примут участие инвесторы.

Такая схема может послужить увеличению ожидаемого дохода владельцев обыкновенных акций, что может быть важно в тех случаях, когда существует вероятность, что иначе ликвидационная привилегия и права участия владельцев привилегированных акций сведут доход владельцев обыкновенных акций к минимуму.

Участие в ликвидации – В 2005-2009 гг. процентные показатели по финансированию, предусматривавшему участие, выглядели следующим образом:

Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	2008	2007	2006	2005
51%	53%	49%	51%	58%	60%	66%	65%

(Источник: "Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West"; "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", 2005-2010 гг.)

ПРАВО УЧАСТИЯ, ПОДЧИНЯЮЩЕЕСЯ ОГРАНИЧЕНИЮ (PARTICIPATION WITH A CAP)

Не менее важный вопрос – ограничение на размер права участия.

В тех случаях, когда предусматриваются права участия, стороны часто согласуют определенные ограничения на участие, которые могут варьироваться от 1,5 до 4 начальных покупных цен за привилегированные акции.

Вся прибыль сверх ограниченной суммы, распределяется исключительно среди владельцев обыкновенных акций.

Это позволяет владельцам привилегированных акций получить доход на свои инвестиции без обязательной конвертации их акций в обыкновенные, однако оставляет возможность конвертации в том случае, когда продажа или ликвидация происходит по высокой цене.

Ограниченное участие может использоваться, например, с целью предоставить миноритарному инвестору некоторую гарантию получения им дохода на свои инвестиции, если компания будет продана в скором времени после вложения средств.

Примечательно, что механизм ограниченного участия имеет тенденцию утрачивать ценность с течением времени: доход, в два раза превышающий вложение, спустя пять лет имеет меньшую ценность, чем такой же доход, но спустя один год.

В течение периода времени 2005-2009 гг. неограниченные процентные показатели по финансированию, предусматривавшему право участия, выглядели следующим образом:

Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	2008	2007	2006	2005
54%	60%	67%	60%	52%	53%	53%	51%

(Источник: "Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West"; "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", 2005-2010 гг.)

ПРИМЕРЫ

Для того, чтобы продемонстрировать, как работают разные виды ликвидационных привилегий, возьмем простой пример: компания, которая продает 5 миллионов Привилегированных акций серии А, что составляет 1/3 от ее находящегося в обращении акционерного капитала после финансирования, венчурному инвестору за 5 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию).

Для простоты предположим, что оставшиеся 2/3 акционерного капитала компании (10 миллионов акций) составляют обыкновенные акции и что нереализованные опционы или варранты отсутствуют.

В случае если впоследствии компания будет продана за 20 млн. долл. США, распределения дохода будут существенно различаться в зависимости от структуры ликвидационной привилегии:

Неучаствующие привилегированные акции (nonparticipating preferred) (кратность привилегии x1, участие - нет) :

Первые 5 млн. долл. США распределяются среди владельцев привилегированных акций, остальные 15 млн. долл. США распределяются среди владельцев обыкновенных акций.

Таким образом, если владельцы привилегированных акций примут решение не конвертировать свои акции в обыкновенные, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 5 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 15 млн. долл. США (по 1,50 доллара США за акцию).

Однако владельцам привилегированных акций выгоднее конвертировать свои акции в обыкновенные, поскольку в случае конвертации, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 6,67 млн. долл. США (по 1,33 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 13,33 млн. долл. США (по 1,33 доллара США за акцию).

Неучаствующие привилегированные акции (nonparticipating preferred) (кратность привилегии x2, участие - нет) :

Первые 10 млн. долл. США (5 млн. долл. x 2) распределяются среди владельцев привилегированных акций, остальные 10 млн. долл. США распределяются среди владельцев обыкновенных акций.

Таким образом, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 2,00 доллару США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 1,00 доллара США за акцию).

Участвующие привилегированные акции (participating preferred) (кратность привилегии x1, участие - есть):

Первые 5 млн. долл. США распределяются среди владельцев привилегированных акций. Остальные 15 млн. долл. США распределяются в следующей пропорции:
1/3 (5 млн. долл. США) – владельцам привилегированных акций (участие),
2/3 (10 млн. долл. США) – владельцам обыкновенных акций.

Таким образом, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию).

Участвующие привилегированные акции с ограничением дохода не более чем в 2 раза (participating preferred with a 2x cap) (кратность привилегии x1, участие - есть, ограничение участия - x2):

Первые 5 млн. долл. США распределяются среди владельцев привилегированных акций. Остальные 15 млн. долл. США распределяются в следующей пропорции:
1/3 (5 млн. долл. США) – владельцам привилегированных акций (участие),
2/3 (10 млн. долл. США) – владельцам обыкновенных акций.

Таким образом, владельцы привилегированных акций в совокупности получают 10

млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получают 10 млн. долл. США (по 1,00 доллару США за акцию).

Однако если покупная цена компании возрастет свыше 20 млн. долл. США, владельцам привилегированных акций более не будут распределяться никакие доходы.

Если компания будет продана за 25 млн. долл. США, прибыль владельцев привилегированных акций все равно будет в совокупности ограничена 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получат остальные 15 млн. долл. США (по 1,50 доллара США за акцию).

Если компания будет продана за 30 млн. долл. США, прибыль владельцев привилегированных акций также будет ограничена 10 млн. долл. США (по 2,00 доллара США за акцию), а владельцы обыкновенных акций в совокупности получат остальные 20 млн. долл. США (также по 2,00 доллара США за акцию).

При цене свыше 30 млн. долл. США, владельцам привилегированных акций выгоднее конвертировать их акции в обыкновенные, чтобы получить ту же цену за акцию.

ЛИКВИДАЦИОННЫЕ ПРИВИЛЕГИИ ПРИ ПОСЛЕДУЮЩИХ РАУНДАХ ФИНАНСИРОВАНИЯ (LIQUIDATION PRIVILEGES FOR SUBSEQUENT ROUNDS)

Ликвидационные привилегии обычно легко понять и оценить, рассматривая предварительное соглашение о финансировании серии А.

Сложнее понять, каковы привилегии и кто, что и когда получает в тех случаях, когда компания становится более зрелой и продает дополнительные серии акций различным инвесторам.

Рассчитать и понять структуру взаимодействия ликвидационных привилегий между разными инвесторами – владельцами акций разных серий часто является непростой задачей с математической и структурной точек зрения.

Как и со многими другими вопросами, касающимися венчурного финансирования, подход к ликвидационным привилегиям при акциях разных серий бывает разным.

Существует два основных варианта:

(1) последующие инвесторы получают привилегии в порядке очередности – владельцы акций серии В получают привилегии перед владельцами акций серии А, и т.д., либо

(2) статус владельцев акций разных серий равнозначен (называется принципом равных условий – *pari-passu*) таким образом, владельцы акций серии А и серии В получают равноценные права до тех пор, пока не будут выплачены ликвидационные привилегии.

ИСКЛЮЧЕНИЯ ДЛЯ УСЛОВНО РАЗМЕЩЕННЫХ СУММ (ESCROW)

В тех случаях, когда часть вознаграждения, полученного в результате слияния или продажи компании, размещается на условном хранении у третьего лица с целью обеспечить обязательства компании перед приобретателем по возмещению ущерба, акционерам необходимо рассмотреть вопрос, каким образом будут распределяться между ними вычеты из общей суммы, отведенные на финансирование условно размещенной суммы.

В настоящее время этот вопрос обычно не предусматривается уставом компании, и стороны разрабатывают соответствующую схему непосредственно во время сделки слияния и приобретения.

Тем не менее, смысл такого положения в том, чтобы заставить стороны по меньшей мере уделить некоторое внимание этому вопросу на этапе начального инвестирования.

Самый распространенный в настоящее время подход – просто распределить условно размещенную сумму приобретения среди всех акционеров на пропорциональной основе.

Можно поступить иначе: распределить условно размещенную сумму таким образом, чтобы обеспечить владельцем Привилегированных акций получение их ликвидационной привилегии в любом случае, даже если условно размещенная сумма будет изъята полностью или частично.

ПРАВА ГОЛОСА (VOTING RIGHTS)

Вариант 1: Каждый владелец Привилегированных акций обладает таким количеством прав голоса, которое соответствует совокупному количеству Обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций соответствующего владельца, за исключением того, что до тех пор, пока []% выпущенных при финансировании Привилегированных акций остаются в обращении,

(i) владельцы Привилегированных акций серии А, вправе избрать [] из [] членов совета директоров ("Директора, избранные владельцами Привилегированных акций серии А"), а владельцы Обыкновенных акций вправе избрать [] из [] членов совета директоров ("Директора, избранные владельцами Обыкновенных акций");

(ii) см. случаи, предусмотренные в "Положениях о защите" ниже

(iii) см. случаи, предусмотренные законодательством.

Вариант 2: При первом избрании совет директоров состоит из [] членов, в состав которых входят:

(i) [Ф.И.О.] в качестве [представителя, назначенного ведущим Инвестором,

(ii) [Ф.И.О.] в качестве представителя, назначенного остальными Инвесторами,

(iii) [Ф.И.О.] в качестве представителя, назначенного Учредителями,

(iv) лицо, которое занимает должность генерального директора в Компании,

(v) [] лицо(-а), которое(-ые) не является(-ются) работником(-ами) Компании и которое(-ые) приемлемо(-ы) [для Учредителей и Инвесторов][для других директоров.

Обычно владельцы привилегированных акций голосуют вместе с владельцами обыкновенных акций с учетом прав, предусмотренных уставом для владельцев отдельных классов акций относительно избрания директоров или одобрения значительных сделок (часто описываются как "*положения о защите*", см. ниже) и требованиями законодательства соответствующей юрисдикции.

Инвесторы, как правило, требуют права назначать своего представителя в совет директоров компании.

Эту просьбу можно удовлетворить путем предоставления владельцам акций соответствующего класса прав голоса при избрании директоров в уставе компании или заключением соглашения о голосовании, в котором крупные акционеры соглашаются на определенное распределение мест в совете директоров.

Инвесторы обычно предпочитают соглашениям о голосовании специальные права голоса для владельцев акций соответствующего класса (хотя иногда они пользуются обоими), поскольку права голоса для владельцев акций соответствующего класса являются более надежными, чем договорные обязательства по голосованию.

Для компаний, находящихся на ранних этапах развития, характерен совет директоров, в состав которого входит три или пять членов (нечетное количество помогает избежать тупиковых ситуаций при голосовании).

Такой состав позволяет адекватно представить в совете интересы учредителей и внешних инвесторов без административных обременений, характерных для совета директоров с большим количеством членов.

Например, если у компании один ведущий инвестор, стороны могут согласовать состав совета директоров, состоящий из трех членов, из которых один назначается инвестором – владельцем акций серии А, другой – владельцами обыкновенных акций (как правило, это генеральный директор или учредитель) и третий выступает как независимое лицо, избранное совместно инвестором и владельцами обыкновенных акций.

При двух ведущих инвесторах, как правило, совет директоров состоит из пяти членов: двое назначаются инвестором – владельцем акций серии А, двое – владельцами обыкновенных акций (как правило, в это число входит генеральный директор), и еще один – независимый директор.

Обычно компания оговаривает, что право инвесторов назначать директоров истекает, как только количество привилегированных акций снижается ниже определенного минимума (как правило, это 10-25% от количества привилегированных акций, выпущенных при финансировании).

ПРАВА НАБЛЮДАТЕЛЯ (OBSERVER RIGHTS)

Иногда венчурные фонды желают включить в состав совета директоров наблюдателя – либо вместо официального члена совета, либо в дополнение к нему.

Это типичная практика, которая обычно целесообразна для предпринимателя, поскольку партнеры венчурных фондов обычно назначают отдельного аналитика для наблюдения за портфельной компанией.

Факультативная конвертация (Optional conversion)

Изначально Привилегированные акции серии А конвертируются в Обыкновенные акции в соотношении 1:1 в любой момент времени по усмотрению владельца с учетом корректировок относительно дивидендов на акции, дробления, объединения акций и подобных событий, описанных ниже в "Положении против разводнения" (Antidilution provisions).

Привилегированные акции, выпущенные в ходе венчурного финансирования, обычно подлежат конвертации в обыкновенные по усмотрению их владельца (optional conversion).

Это позволяет владельцу привилегированных акций конвертировать их в обыкновенные в том случае, если в момент ликвидации он понимает, что ему выгоднее получить выплаты по обыкновенным акциям на пропорциональной основе, нежели получить ликвидационную привилегию и сумму, которая будет выделена участвующим в распределении прибыли владельцам привилегированных акций.

В большинстве случаев венчурного финансирования привилегированные акции конвертируются в обыкновенные один к одному.

Такой коэффициент конвертации корректируется для отражения любой реорганизации структуры капитала компании и обычно может корректироваться таким образом, чтобы обеспечить защиту от разводнения (см. далее).

В редких случаях коэффициент конвертации корректируется (по сравнению с 1:1) вместо выплаты кумулятивных дивидендов или других гарантированных минимальных доходов.

Конвертация как правило откладывается до момента выхода из инвестиций таким образом, чтобы инвесторы могли избежать утраты прав, предусмотренных по привилегированным классам акций.

АВТОМАТИЧЕСКАЯ КОНВЕРТАЦИЯ (AUTOMATIC CONVERSION)

Каждая Привилегированная акция серии А автоматически конвертируется в Обыкновенную акцию по действующему на соответствующий момент времени

коэффициенту конвертации в случае заключения [предоставления твердой гарантии] обязательства открытого размещения акций (underwritten public offering) по цене, в [] раз превышающей Начальную цену приобретения (с учетом корректировок относительно дивидендов на акции, дробления, объединения акций и подобных событий) и в случае если [чистая/валовая] прибыль Компании составляет не менее [] долл. США ("Квалифицированное открытое размещение акций" / Qualified Public Offering), [или после получения письменного согласия владельцев []% Привилегированных акций серии А.]

При осуществлении открытого размещения акций (IPO) компанией, инвестиционные банки обычно требуют, чтобы в ходе IPO все акционеры конвертировали свои привилегированные акции в обыкновенные (для компании крайне не характерно выходить на первичное открытое размещение с несколькими классами акций).

Поэтому компания и инвесторы почти всегда договариваются об автоматической конвертации привилегированных акций в обычные акции.

Важно рассмотреть вопросы границ автоматической конвертации.

Учредитель будет стремиться снизить их для обеспечения наибольшей гибкости, в то время как инвесторы будут стремиться их повысить для обеспечения наибольшего контроля относительно сроков и условий IPO.

Для автоматической конвертации привилегированных акций, IPO, как правило, обязано соответствовать требованиям в отношении минимальной цены размещения за акции и (или) минимальной валовой прибыли.

Поскольку конвертация всех привилегированных акций в обыкновенные может выступать в качестве практического предварительного условия для открытого размещения обыкновенных акций компании, компания захочет занизить границы.

Инвесторы, напротив, не захотят принудительной конвертации привилегированных акций в обыкновенные, если только им не будут предоставлены гарантии достаточной прибыли на их инвестиции; они захотят также обеспечения достаточной степени ликвидности (свободного обращения акций), которая позволит им продать их акции.

Иначе акционеры – владельцы привилегированных акций рискуют оказаться в ситуации, когда их акции будут конвертированы, а они утратят все их привилегированные права, даже если компания зарегистрирует свои акции по низкой цене не на самой крупной бирже.

Требование относительно цены за акцию справляется с первой задачей, а требование относительно минимальной валовой прибыли – со второй.

Цена за акцию обыкновенно устанавливается на уровне трех – пяти цен за акцию на момент инвестирования.

При финансировании посредством выпуска акций серии А обыкновенно устанавливается пятикратная цена за акцию.

На более поздних этапах финансирования обыкновенно устанавливается трехкратная цена и ниже.

Минимальная сумма, получаемая в ходе IPO, как правило, устанавливается на уровне 25 млн. долл. США или более.

Новому инвестору на позднем этапе финансирования следует проявлять осторожность в ходе обсуждения положения об автоматической конвертации, в особенности если новый инвестор имеет право на большие привилегии, либо приоритет по отношению к владельцам акций других серий.

Новому инвестору следует обосновать риск того, что другие инвесторы могут эффективно исключить любые привилегии или приоритет путем автоматической конвертации по результатам голосования владельцев привилегированных акций в целом.

Для защиты своей ликвидационной привилегии новый инвестор может захотеть затребовать более высокое пороговое значение при голосовании либо голосование по отдельным сериям акций, например 75%.

Положения против разводнения (Anti-dilution provisions)

В случае выпуска Компанией дополнительных ценных бумаг, цена приобретения на которые будет ниже цены конвертации текущих Привилегированных акций серии А, такая цена конвертации корректируется по следующей формуле:

Вариант 1: "Типичное" средневзвешенное значение (weighted average):

$$\text{ЦК2} = \text{ЦК 1} * (\text{A} + \text{B}) / (\text{A} + \text{C})$$

ЦК2 = Цена конвертации Привилегированных акций серии А непосредственно после выпуска новых ценных бумаг

ЦК 1 = Цена конвертации Привилегированных акций серии А непосредственно перед выпуском новых ценных бумаг

A = Количество Обыкновенных акций, которые считаются обращающимися непосредственно перед выпуском новых ценных бумаг (включая все обращающиеся обыкновенные акции, все обращающиеся привилегированные акции, а также все нереализованные опционы по состоянию на момент реализации, и исключая любые ценные бумаги, конвертируемые в этом раунде финансирования)

B = совокупное вознаграждение, полученное Корпорацией за выпуск новых ценных бумаг, разделенное на ЦК1

C = Количество акций, выпущенных в ходе данной операции

Вариант 2: *Метод полного храповика (Full-ratchet) – Цена конвертации уменьшается до цены, по которой выпускаются новые ценные бумаги.*

Вариант 3: *Отсутствие механизмов защиты от разводнения, основанных на цене.*

Почти все сделки венчурного финансирования предусматривают какую-либо форму защиты инвесторов от разводнения акций.

В контексте венчурного финансирования под защитой от разводнения имеется в виду защита от разводнения при продаже акций по цене за акцию меньшей, нежели цена, уплаченная инвесторами на более ранних этапах – финансирование "с понижением".

Данный механизм также известен как защита от разводнения на основании цены (priced based anti-dilution provision).

Привилегированные акции обыкновенно могут быть конвертированы в обыкновенные в любой момент времени по усмотрению их владельца, как правило, в пропорции 1:1 и, как правило, автоматически конвертируются после квалифицированного IPO.

Корректировки против разводнения на основании цены предусматривают увеличение количества обыкновенных акций, в которые может быть конвертирована каждая привилегированная акция.

Кроме того, корректировка против разводнения затронет права голоса акционеров компании, поскольку акционеры – владельцы привилегированных акций почти всегда вправе голосовать по состоянию на момент конвертации.

КОРРЕКТИРОВКИ ПРОТИВ РАЗВОДНЕНИЯ НА ОСНОВАНИИ ЦЕНЫ

Механизмы корректировки на основании цены, как правило, предусматривают некоторое изменение коэффициента конвертации привилегированных акций.

В целом механизмы корректировки на основании цены делятся на методы "взвешенного среднего" и "полного храповика", а также на некоторые смешанные формулы между этими двумя.

Методы защиты от разводнения — В 2005-2009 гг. использование положений о защите от разводнения при предоставлении финансирования выглядело следующим образом:

Метод	Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	2008	2007	2006	2005
Метод "полного храповика"	6%	3%	3%	3%	4%	4%	6%	4%
Метод "взвешенного среднего"	94%	96%	97%	97%	94%	91%	85%	90%
Другие методы	0%	1%	0%	0%	1%	5%	8%	6%

Под рубрикой "другие методы" подразумевается смешанные варианты + отсутствие положения о защите от разводнения.

МЕТОД "ВЗВЕШЕННОГО СРЕДНЕГО" ПРИ ЗАЩИТЕ ОТ РАЗВОДНЕНИЯ (WEIGHTED AVERAGE ANTI-DILUTION PROTECTION)

Самый распространенный метод защиты от разводнения называется метод "взвешенного среднего".

Эта формула корректирует коэффициент конвертации привилегированных акций в обыкновенные на основании:

(i) денежной суммы, ранее полученной компанией, и цены за акцию, по которой такая сумма была получена, и

(ii) денежной суммы, полученной компанией в ходе последующего финансирования с разводнением и цены за акцию, по которой была получена новая сумма.

После чего такая средневзвешенная цена (которая всегда будет ниже начальной покупной цены после разводнения) делится на начальную покупную цену с целью определить количество обыкновенных акций, в которые может быть конвертирована любая привилегированная акция (такое количество составит более чем 1 акцию).

Таким образом, получается новая уменьшенная цена конвертации привилегированных акций, что приводит к росту коэффициента конвертации привилегированных акций в обыкновенные.

В случае выпуска новых акций по цене за акцию ниже, чем цена конвертации, действующая на тот момент времени в отношении привилегированных акций определенных серий, цена конвертации акций таких серий уменьшается до уровня установленной цены путем умножения цены конвертации на следующее дробное число: $(A + B)/(A + C)$

Где: A = Количество обращающихся обыкновенных акций до заключения сделки

B = Количество обыкновенных акций, которое может быть выпущено на сумму, полученную по старой цене конвертации

C = Количество обыкновенных акций, выпущенное в ходе сделки

Существует два основных варианта формулы "взвешенного среднего" в зависимости от того, что предусматривает показатель "Количество обращающихся обыкновенных акций" в приведенной выше формуле.

Первый, более распространенный вариант называется "универсальное взвешенное среднее", а второй – "специальное взвешенное среднее".

ФОРМУЛА УНИВЕРСАЛЬНОГО ВЗВЕШЕННОГО СРЕДНЕГО (BROAD-BASED WEIGHTED AVERAGE FORMULA)

Расчет "*Количества обращающихся обыкновенных акций*" в формуле универсального взвешенного среднего включает в себя все находящиеся в обращении обыкновенные и привилегированные акции (по состоянию на момент конвертации), обыкновенные акции, которые могут быть выпущены после реализации нереализованных опционов, обыкновенные акции, зарезервированные для будущих выпусков в рамках системы опционов компании, а также любые обращающиеся и подлежащие конвертации ценные бумаги, например, warrants.

Ниже приводится пример действия формулы универсального взвешенного среднего:

Предположим, что капитализация компании до финансирования выглядела следующим образом:

1 500 000 обыкновенных акций

2 500 000 привилегированных акций серии А (выпущенных по цене 1 доллар США за акцию)

2 000 000 привилегированных акций серии В (выпущенных по цене 2 доллара США за акцию)

1 000 000 опционов

7 000 000 итого

Предположим также наличие финансирования с разводнением при выпуске 2 000 000 привилегированных акций серии С по цене 0,50 доллара США за акцию с совокупной валовой прибылью 1 000 000 долл. США.

Корректировка для акций серии А

Цена конвертации акций серии А будет скорректирована следующим образом:

Цена конвертации акций серии А = 1,00 доллар США умножить на $(A + B)/(A + C) = (7.000.000 + 1.000.000)/(7.000.000 + 2.000.000) = \$1,00 \times (8/9) = \$0,88$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии А составляет: $(2.500.000) \times (\$1,00 / 0,88) = 2.812.500$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии А составляет 1,125:1

Корректировка для акций серии В

Цена конвертации акций серии В будет скорректирована следующим образом:

Цена конвертации акций серии В = 2,00 доллара США умножить на $(A + B)/(A + C) = (7.000.000 + 500.000)/(7.000.000 + 2.000.000) = \$1,67$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии В составляет : $(2.000.000) \times (\$2,00 / \$1,67) = 2.400.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии В составляет 1,20:1.

ФОРМУЛА СПЕЦИАЛЬНОГО ВЗВЕШЕННОГО СРЕДНЕГО (NARROW-BASED WEIGHTED AVERAGE FORMULA)

Формула специального взвешенного среднего включает в понятие "*Количество обращающихся обыкновенных акций*" только обыкновенные акции, которые могут быть выпущены после конвертации привилегированных акций определенных серий в обыкновенные.

Этот вариант распространен значительно меньше.

Формула специального взвешенного среднего может быть описана следующим образом:

Количество обращающихся обыкновенных акций = только то количество привилегированных акций определенных серий, которое подлежит корректировке

Другая версия формулы специального взвешенного среднего включает в себя обыкновенные акции, которые могут быть выпущены после конвертации всех обращающихся привилегированных акций в показатель "*Количество обращающихся обыкновенных акций*".

Включение дополнительных акций в формулу универсального взвешенного среднего сокращает значение корректировки против разводнения, предоставляемой владельцам привилегированных акций, по сравнению с формулой специального взвешенного среднего.

Формула специального взвешенного среднего предусматривает выпуск большего количества дополнительных обыкновенных акций в пользу владельцев привилегированных акций после конвертации, нежели формула универсального взвешенного среднего.

Уровень различий зависит от размера и относительных цен при финансировании и разводнении, а также от количества находящихся в обращении привилегированных и обыкновенных акций.

Если взять за основу тот же пример, формула специального взвешенного среднего будет работать следующим образом: (Количество обращающихся обыкновенных акций = Количество обыкновенных акций, которое может быть выпущено после конвертации привилегированных акций в обыкновенные)

Корректировка для акций серии А

Цена конвертации акций серии А будет скорректирована следующим образом:

$$\text{Цена конвертации акций серии А} = 1,00 \text{ доллар США умножить на } (A + B)/(A + C) = (2.500.000 + 1.000.000)/(2.500.000 + 2.000.000) = \$0,77$$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии А, составляет $(2.500.000) \times (\$1,00/\$0,77) = 3.214.285$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии А составляет 1,29:1.

Корректировка для акций серии В

Цена конвертации акций серии В будет скорректирована следующим образом:

$$\text{Цена конвертации акций серии В} = 2,00 \text{ доллара США умножить на } (A + B)/(A + C) = (2.000.000 + 500.000)/(2.000.000 + 2.000.000) = \$1,25$$

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций серии В, составляет $(2.000.000) \times (\$2,00/\$1,25) = 3.200.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии В составляет 1,6:1.

ЗАЩИТА ОТ РАЗВОДНЕНИЯ "МЕТОДОМ ПОЛНОГО ХРАПОВИКА" (FULL RATCHET ANTI-DILUTION PROTECTION)

Метод "*полного храповика*" как защита от разводнения намного проще, чем метод "*взвешенного среднего*", и при финансировании с разводнением он воздействует на компанию значительно более жестко.

По формуле "*полного храповика*" цена конвертации привилегированных акций, находящихся в обращении до такого финансирования, уменьшается до уровня цены, равной цене за акцию, уплаченной при финансировании с разводнением.

Например, если обращающиеся привилегированные акции были ранее проданы по цене 1,00 доллар США за акцию, а новые привилегированные акции, выпущенные в ходе разводнения, проданы по цене 0,50 доллара США за акцию, действующая цена на ранее обращавшиеся привилегированные акции будет уменьшена до 0,50 доллара США за акцию, что приведет к тому, что каждая такая привилегированная акция, которая ранее могла быть конвертирована в одну обыкновенную акцию, теперь сможет быть конвертирована в две обыкновенные акции.

По формуле "*полного храповика*" получается одинаковый результат в случае, если компания получает 100 000 долл. США по цене 0,50 за акцию или 10 000 000 долл. США по цене 0,50 за акцию.

В формуле "*взвешенного среднего*", напротив, денежная сумма, полученная при разводнении, является важным фактором при определении новой цены конвертации.

Ниже приводится пример действия защиты от разводнения по методу "*полного храповика*".

Предположим, что капитализация компании до финансирования выглядела следующим образом (так же, как в примере для защиты от разводнения методом "*взвешенного среднего*"):

1 500 000 обыкновенных акций

2 500 000 привилегированных акций серии А (выпущенных по цене 1 доллар США за акцию)

2 000 000 привилегированных акций серии В (выпущенных по цене 2 доллара США за акцию)

1 000 000 опционов

7 000 000 итого

Предположим также наличие финансирования с разводнением при выпуске 2 000 000 привилегированных серии С по цене 0,50 доллара США за акцию с совокупной валовой прибылью 1 000 000 долл. США.

Корректировка для акций серии А

Цена конвертации акций серии А становится 0,50 доллара США.

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации привилегированных акций серии А, составляет $(2.500.000) * (\$1,00/\$0,50) = 5.000.000$.

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии А составляет 2:1.

Корректировка для акций серии В

Цена конвертации акций серии В становится 0,50 доллара США.

Таким образом, количество обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации привилегированных акций серии В, составляет: $(2.000.000) * (\$2,00/\$0,50) = 8.000.000$

Соответственно, коэффициент конвертации акций серии В составляет 4:1.

СТРУКТУРНАЯ ЗАЩИТА ОТ РАЗВОДНЕНИЯ (STRUCTURAL ANTI-DILUTION PROTECTION)

Кроме того, инвесторы, владеющие привилегированными акциями, всегда получают структурную защиту от разводнения.

Она представляет собой корректировку цены конвертации их привилегированных акций в обыкновенные после любых разделений или объединений обыкновенных акций, выплаты дивидендов по акциям и других распределений прибыли, реорганизаций, перераспределений и тому подобных событий, затрагивающих обыкновенные акции.

Например, при дроблении акций инвестор предполагает наличие положения о том, что вследствие разделения обыкновенных акций путем их дробления на большее количество обыкновенных акций цена конвертации привилегированных акций каждой серии, действующая на тот момент времени, уменьшится пропорционально со вступлением в силу на момент такого разделения.

Такой метод защиты от разводнения гарантирует инвестору – владельцу привилегированных акций положение, равноценное положению владельца обыкновенных акций без необходимости фактически конвертировать привилегированные акции в обыкновенные и терять привилегии, причитающиеся по привилегированным акциям, принадлежащим такому инвестору.

ЗАЩИТА ОТ РАЗВОДНЕНИЯ НА ОСНОВАНИИ ДОСТИЖЕНИЯ ПРОМЕЖУТОЧНЫХ ЦЕЛЕЙ (MILESTONEBASED ANTI-DILUTION PROTECTION)

Время от времени соглашения о венчурном финансировании предусматривают положения, которые привязывают расчеты по защите от разводнения к согласованным промежуточным целям (например, доход, разработка продукции или другие операционные цели).

Согласно такому виду защиты от разводнения корректировка цены конвертации вступает в силу в том случае, если компания не достигает определенных целей.

Обычно данный вид защиты от разводнения используется как попытка связать разницу в оценках между компанией и ее инвесторами – венчурными капиталистами (см. также рассмотрение вопроса о предоставлении финансирования на основании достижения определенных целей выше.)

АБСОЛЮТНАЯ ЗАЩИТА ОТ РАЗВОДНЕНИЯ (PERCENTAGE GUARANTEE ANTI-DILUTION PROTECTION)

Когда компания проходит новый раунд финансирования (по той же или более высокой стоимости, чем предшествующий раунд), несмотря на то, что инвестор может испытывать разводнение в том смысле, что ему может принадлежать меньший процент долей собственности в компании по итогам любого нового выпуска акций, стоимость части компании, принадлежащей такому инвестору, теоретически должна вырасти в результате увеличения общей стоимости компании на том основании, что новый инвестор заплатил более высокую цену за акции.

Иногда инвесторы (или руководство) требуют абсолютную защиту от разводнения, которая действует относительно любого разводнения в результате последующей продажи акций и гарантирует по сути определенный процент долей собственности в компании на протяжении указанного периода времени либо до наступления определенного события, например, первичного открытого размещения акций.

Однако такие положения могут негативно повлиять на способность компании получать новое финансирование и применяются крайне редко.

ИСКЛЮЧЕНИЯ (EXCEPTIONS)

Перечисленные далее выпуски ценных бумаг не приводят к обязательной корректировке для защиты от разводнения:

(i) ценные бумаги, выпускаемые после конвертации любых Привилегированных акций серии А либо в качестве дивидендов или распределения прибыли по Привилегированным акциям серии А;

(ii) ценные бумаги, выпущенные после конвертации любых облигаций, варрантов, опционов или других конвертируемых ценных бумаг;

(iii) Обыкновенные акции, выпускаемые после дробления акций, выплаты дивидендов акциями или любого разделения Обыкновенных акций;

(iv) Обыкновенные акции (или опционы на покупку таких Обыкновенных акций), выпущенные или выпускаемые в пользу работников, директоров или консультантов Компании согласно любой схеме, утвержденной советом директоров Компании [в состав которого входят по меньшей мере [] Директоров, избранных владельцами Привилегированных акций серии А] [

(v) Обыкновенные акции, выпущенные или выпускаемые в пользу банков, арендодателей оборудования или других финансовых организаций, арендодателей недвижимого имущества, по договорам о долговом финансировании, аренде оборудования или недвижимого имущества, утвержденным советом директоров Корпорации[, в состав которого входят по меньшей мере [] Директоров, избранных владельцами Привилегированных акций серии А].

Существует набор стандартных исключений из положений о защите от разводнения.

Эти исключения предусматривают выпуски акций, основная цель которых не состоит в получении средств, а также выпуски акций в порядке конвертации либо реализации находящихся в обращении ценных бумаг.

Типичный перечень исключений из положений о защите от разводнения включает в себя следующие:

(i) акции, выпущенные после конвертации привилегированных акций;

(ii) акции или опционы, варранты или другие права, выпущенные в пользу работников, консультантов или директоров в соответствии с планами, соглашениями или подобными документами;

(iii) акции, выпущенные после использования опционов, варрантов или конвертируемых ценных бумаг, существующих на момент заключения сделки финансирования;

(iv) акции, выпущенные в качестве дивидендов или распределений прибыли по привилегированным акциям, либо акции, в отношении которых согласно свидетельству о создании компании применяется корректировка на другом основании (например, дробление акций);

(v) акции, выпущенные в связи с открытой подпиской;

(vi) акции, выпущенные или подлежащие выпуску согласно договору о приобретении другой корпорации или договору о создании совместного предприятия, одобренному советом директоров;

(vii) акции, выпущенные или подлежащие выпуску в пользу банков, арендодателей оборудования или других финансовых организаций согласно долговому финансированию или коммерческим сделкам, одобренным советом директоров;

(viii) акции, выпущенные или подлежащие выпуску в связи с любым мировым соглашением, одобренным советом директоров;

(ix) акции, выпущенные или подлежащие выпуску в связи со спонсируемыми соглашениями о научных исследованиях, сотрудничестве, технологических лицензиях, разработках, производстве оригинального оборудования, маркетинге или другими подобными соглашениями или стратегическими партнерствами, одобренными советом директоров;

(x) акции, выпущенные в пользу поставщиков товаров или услуг в связи с поставкой товаров или оказанием услуг по сделкам, одобренным советом директоров;

(xi) акции, которые иным образом исключены на основании согласия владельцев определенного процента привилегированных акций.

Компания и инвесторы обсуждают объем таких исключений и потенциальное количество акций по каждому отдельному исключению.

Для применения определенных исключений инвесторы могут потребовать единогласного одобрения выпуска акций советом директоров либо одобрения директорами, назначенными инвесторами.

КАК ЧАСТО ВСТУПАЮТ В СИЛУ ПОЛОЖЕНИЯ О ЗАЩИТЕ ОТ РАЗВОДНЕНИЯ (LIQUIDATION)?

Положения о защите от разводнения – это не просто теоретические понятия.

Финансирования с понижением, которые обычно приводят в действие положения о защите от разводнения, довольно распространены – особенно при плохом экономическом климате.

В течение последних 5 лет финансирования с понижением составляли приблизительно 23% от всех сделок финансирования.

Показатели по финансированию с повышением против показателей по финансированию с понижением посредством выпуска акций серии В и последующих выпусков (2005-2009 гг.):

	Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	2008	2007	2006	2005
С понижением	30%	36%	46%	46%	19%	14%	21%	21%
На прежнем уровне	23%	23%	22%	29%	12%	13%	14%	14%
С повышением	47%	41%	32%	25%	69%	73%	65%	65%

(Источник: "Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West"; "Тенденции финансирования частных компаний WSGR", 2005-2010 гг.)

Регистрационные права (registration rights)

"Регистрационные права" – это понятие закона США о ценных бумагах, которое не знакомо многим европейским и российским компаниям и инвесторам.

Регистрационные права дают инвесторам права заставить компанию зарегистрировать обыкновенные акции, подлежащие выпуску после конвертации привилегированных акций в обыкновенные, в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Регистрационные права необходимы, поскольку в США ценные бумаги могут быть предложены к продаже только в том случае, если они были зарегистрированы Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC) (за редкими исключениями).

Регистрация подразумевает подачу в Комиссию по ценным бумагам и биржам заявления на регистрацию, и этот процесс отнимает немало времени и средств.

Вознаграждения, выплачиваемые юристам, бухгалтерам, а также другие расходы в связи с регистрацией могут с легкостью превысить миллион долл. США.

В отличие от стран Европейского Союза, где все акции компании, как правило, поступают в свободный оборот после открытого допуска к официальной торговле на фондовой бирже, компания, регистрирующая акции для обращения их на территории США, не обязана регистрировать все свои обращающиеся акции.

Незарегистрированные акции могут обращаться только с учетом большого количества ограничений, что существенным образом снижает их стоимость.

Соответственно, инвесторы в США или вкладывающие средства в компании, которые могут рассматривать вопрос допуска к официальной торговле на фондовых биржах США, как правило, требуют от компании заключить Соглашение о регистрационных правах.

Помимо всего прочего, это дает инвесторам право требовать регистрации их акций (прав требования) и право регистрировать их акции совместно с любыми другими регистрируемыми акциями компании (регистрация *"на чужой спине"*), а также распределяет расходы и потенциальную ответственность, связанные с процессом регистрации.

На практике регистрационные права редко используются и мало воздействуют на компанию до IPO.

Фактически в момент IPO и при последующих гарантированных открытых размещениях акций, андеррайтеры будут иметь возможность диктовать инвесторам, вправе ли они продавать свои акции, таким образом, регистрационные права в момент финансирования становятся только отправной точкой в переговорах между компанией и андеррайтерами.

ПОДЛЕЖАЩИЕ РЕГИСТРАЦИИ ЦЕННЫЕ БУМАГИ (REGISTRABLE SECURITIES)

Все Обыкновенные акции, выпускаемые после конвертации Привилегированных акций, а также любые другие Обыкновенные акции, принадлежащие Инвесторам, считаются "Регистрируемыми ценными бумагами" (Registrable Securities)

Права регистрации ценных бумаг обычно даются только инвесторам, а не учредителям.

ТРЕБОВАНИЯ РЕГИСТРАЦИИ (DEMAND REGISTRATION)

В зависимости от того, какая из перечисленных далее дат наступит раньше: (i) спустя [] лет после Завершения или

(ii) спустя [] после первичного открытого размещения акций ("IPO"), лица, которым принадлежит []% Регистрируемых ценных бумаг, могут потребовать от Компании оформить [одну] [две] регистрацию(-и) своих акций.

Совокупная цена за такую регистрацию не может быть менее [] млн. долл. США.

Для данной цели регистрация будет считаться действительной только в случае:

(i) регистрации всех Регистрируемых ценных бумаг, в отношении которых был подан запрос о регистрации,

(ii) завершения ее или ее отзыва по просьбе Инвесторов (на ином основании, нежели в результате существенного неблагоприятного изменения в отношении Компании).

Требование регистрационных прав дает инвестору возможность заставить компанию зарегистрировать обыкновенные акции, чтобы инвестор мог свободно продать их третьим лицам.

Фактически это заставляет компанию осуществлять IPO если она еще не является открытой акционерной компанией.

Процедура регистрации является продолжительной и дорогостоящей – в особенности, если предусматривает гарантированные открытые размещения ценных бумаг.

Такие размещения требуют от руководства значительных усилий, которые отвлекают их от работы по управлению компанией, и в случае если для размещения выбран не самый подходящий момент времени, могут даже снизить рыночную цену на акции компании.

Обычно положение о требовании предоставления регистрационных прав охватывает следующие аспекты:

- Количество регистраций, которое может затребовать инвестор.

Регистрации дороги, и компания, как правило, стремится свести их к одной, однако инвесторы, как правило, стремятся к двум.

- Требование регистрации не может быть выдвинуто до тех пор, пока не пройдет пять лет с момента заключения сделки финансирования.

На поздних этапах финансирования (например, Серия С) срок может быть существенно меньшим, в зависимости от ожидаемой даты готовности проведения потенциального IPO.

Кроме того, требование регистрационных прав обычно не может выдвигаться в течение определенного периода времени после IPO, например, в течение 180 дней.

- Кто оплачивает требование регистрации, и в пределах какой суммы.

Обычно компания оплачивает расходы на регистрацию и расходы на оплату услуг одного юриста для инвесторов (и такие расходы обычно ограничиваются суммой 25 000 долл. США или меньше).

- Минимальная сумма требования регистрации в долларах США.

Учитывая расходы, которые влечет за собой регистрация, компании желают видеть в момент предъявления требования регистрации некоторые минимальные пороги.

Обычно это: минимальная цена за акцию для осуществления требования регистрации и минимальная сумма размещения в долларах.

Обычно эти показатели колеблются от 3 до 5 покупных цен за привилегированные акции (5 – на ранних этапах финансирования, и 3 и менее – на более поздних этапах), а сумма, получаемая в ходе размещения, составляет в совокупности от 25 млн. долл. США и выше.

- Право откладывать требование регистрации.

Компании обычно выговаривают себе право откладывать требуемое размещение на фиксированный срок в том случае, если компания начала подготовку к открытому размещению либо на основании рыночных или иных условий полагает, что задержка принесет больше выгоды, либо что она позволит избежать раскрытия информации о существенных изменениях в компании – таких, как например переговоры о слиянии.

- Должна ли компания прилагать "все усилия" или "коммерчески обоснованные усилия" для осуществления регистрации.

Инвесторы требуют приложения "всех усилий", что может предусматривать регистрацию вне зависимости от расходов или приложение усилий, несоразмерных получаемой выгоде.

Тем не менее, некоторые обозреватели полагают, что реальной разницы между всеми этими стандартами не существует.

РЕГИСТРАЦИЯ ПО ФОРМЕ S-3 (REGISTRATION ON FORM S-3)

Владельцы []% Регистрируемых ценных бумаг вправе потребовать от Компании зарегистрировать Регистрируемые акции по форме S-3 (если таковая может быть использована Компанией) по совокупной цене не менее [] долл. США.

Общее количество регистраций по форме S-3 не ограничено, при условии не более [] таких регистраций в год.

Права S-3 – это форма требования регистрации, которая применяется к регистрациям по форме S-3.

Форма S-3 – это краткая форма регистрации, доступная компаниям, которые уже являются открытыми компаниями и соответствуют другим критериям.

Форма S-3 требует меньше усилий со стороны компании, чем форма S-1, поскольку компании позволено ссылаться на определенные пункты, содержащиеся в других документах, поданных в Комиссию по ценным бумагам и биржам (SEC).

Таким образом, границы регистрационных прав по форме S-3 обычно ниже, и права используются более часто.

Для регистрации по форме S-3 обычно существует установленный минимальный размер размещения, который составляет от 500 000 до 5 000 000 долл. США (самая распространенная цифра – 1 000 000 долл. США).

Инвесторам обычно предоставляется право на одну или две регистрации по форме S-3 в течение конкретного года.

РЕГИСТРАЦИЯ «НА ЧУЖОЙ СПИНЕ» (PIGGYBACK REGISTRATION)

Владельцы Регистрируемых ценных бумаг имеют право требовать регистрацию новых акций компании одновременно с партиями старых акций, принадлежащих частным инвесторам в отношении всех заявлений на регистрацию Компании, однако при этом на них распространяется право Компании и ее андеррайтеров уменьшить количество предлагаемых к регистрации акций до минимального размера [__]% на пропорциональной основе и осуществить такое уменьшение при осуществлении IPO по усмотрению андеррайтера.

Во всех случаях, количество акций, подлежащих регистрации владельцами Регистрируемых ценных бумаг, уменьшается только после уменьшения количества акций, принадлежащих всем остальным акционерам.

Права регистрации "на чужой спине" предоставляют инвесторам право зарегистрировать их обыкновенные акции (после конвертации привилегированных акций) в любой момент проведения компанией открытой подписки, с учетом некоторых исключений.

В отличие от требований регистрации, право регистрации на чужой спине не дает инвесторам право требовать от компании провести открытую подписку, а лишь предоставляют им возможность присоединить свои акции к процедуре регистрации, инициированной компанией.

Обычно положение о правах регистрации "на чужой спине" охватывает следующие аспекты:

- Способность андеррайтеров урезать акции инвесторов в размещении.

Как правило, положения о правах регистрации "на чужой спине" предоставляет андеррайтерам право полностью исключить инвесторов из числа продающих свои акции акционеров в ходе IPO.

В последующих размещениях инвесторы обычно выговаривают себе право, при котором их доля акций может быть урезана не ниже чем до 25% или 30% от всего размещения.

- Приоритет акций инвесторов, подлежащих включению в размещение.

Некоторые венчурные фонды агрессивно отстаивают приоритет любых акций, которые андеррайтеры допускают к регистрации совместно с акциями, которые регистрируются по инициативе компании.

Агрессивные инвесторы, подключившиеся на более поздних стадиях, могут затребовать включить их акции в регистрацию до включения в нее любых других акций, не принадлежащих компании.

- Будут ли учредители и руководство также обладать правами регистрации "на чужой спине".

Наиболее расторопные учредители будут бороться за получение прав на регистрацию "на чужой спине" по той же причине, что и венчурные фонды.

При отсутствии регистрации учредителям трудно продать свои акции в большом количестве.

Зарегистрированное открытое размещение, возможно, будет представлять собой один из немногих законных способов для учредителя продать большое количество акций.

РАСХОДЫ НА РЕГИСТРАЦИЮ (REGISTRATION EXPENSES)

Компания оплачивает расходы на регистрацию (за исключением скидок и комиссионных андеррайтеров) (включая расходы на оплату услуг одного специального юриста для продающих свои акции акционеров в пределах [___] долл. США).

Обычно расходы юриста ограничиваются суммой не превышающей 25 000 долл. США.

Инвесторы соглашаются в отношении IPO (если того требует ведущий андеррайтер) не продавать и не передавать какие-либо Обыкновенные акции Компании [(включая/исключая акции, приобретенные в ходе или по итогам IPO)] в течение срока до [___] дней после IPO (с учетом продления этого срока для обеспечения соответствия правилам Агентства по урегулированию деятельности финансовых институтов (ФИНРА / FINRA) (при условии, что все директора и должностные лица [а также акционеры владеющие [___]% или более Компании

согласны на такое соглашение о неотчуждении акций).

[В таком соглашении о неотчуждении акций должно предусматриваться, что любой отказ от ограничений, накладываемых таким соглашением, или его расторжение, предпринятые Компанией или представителями андеррайтеров по их усмотрению, применяется к Инвесторам пропорционально тому количеству акций, которым они владеют.]

Для инвесторов характерно согласовывать стандартное соглашение о неотчуждении акций (иногда формулируется как "запрет на отчуждение"), в котором инвесторы соглашаются не продавать ценные бумаги компании в течение определенного периода времени после открытого размещения.

Андеррайтеры по IPO компании обычно требуют, чтобы акционеры компании подчинялись условиям соглашения о неотчуждении акций в качестве условия размещения.

Это помогает обеспечить надлежащее обращение на рынке акций компании после размещения.

Поскольку возможные противоречия, возникающие в момент размещения, могут представлять собой задержку или угрозу для размещения, для компании оптимальным является заключить такие соглашения о неотчуждении акций в момент выпуска каждого вида ценных бумаг, не дожидаясь IPO.

Обычный срок запрета на отчуждение – 180 дней.

Ограничение запрета рамками IPO является типичным.

До того, как согласовать запрет, инвесторы, как правило, хотят получить гарантии того, что инсайдеры и другие значительные акционеры (как правило, те, которым принадлежит не менее 1% акций) также будут подчиняться запрету на отчуждение.

Инвесторы не захотят быть объектом запрета на свободную продажу акций на рынке в условиях, когда остальным акционерам это позволено.

ПРАВА НА УПРАВЛЕНИЕ И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПРАВА (MANAGEMENT AND INFORMATION RIGHTS)

Любому [Крупному] Инвестору [(который не является конкурентом)] будет предоставлен доступ к объектам и персоналу Компании в течение обычных рабочих часов при условии заблаговременного предупреждения.

Компания будет предоставлять такому Крупному инвестору:

(i) годовые, ежеквартальные [и ежемесячные] финансовые отчеты и другую информацию, установленную советом директоров;

(ii) за тридцать дней до окончания каждого финансового года – исчерпывающий операционный бюджет с указанием предполагаемых доходов, расходов и кассовой позиции на каждый месяц предшествующего финансового года

[: и (iii) непосредственно после окончания каждого квартала – обновленную таблицу капитализации].

Термин "Крупный инвестор" (major investor) означает любого Инвестора, который покупает Привилегированных акций серии А на сумму не менее [__] долл. США.

Информационные права требуют от компании предоставлять инвесторам финансовые отчеты и другую информацию о компании.

Это положение обретает наибольшую важность, когда у инвесторов нет представителей в совете директоров компании.

Большинство информационных прав также предусматривают возможность посещать объекты компании, проверять книги и записи учета компании, обсуждать вопросы с должностными лицами компании.

В положении о предоставлении информационных прав необходимо рассмотреть вопрос о количестве акций, владельцем которого должен являться инвестор для получения информационных прав.

Понятие "*крупный инвестор*" часто используется для ограничения инвесторов, которые получают преимущественные права, права первого отказа и совместной продажи (эти понятия будут рассмотрены ниже).

Количество акций, как правило, устанавливается на довольно низком уровне (обычно от 5% и выше).

Этого количества достаточно, чтобы обеспечить получение информационных прав даже самым маленьким венчурным фондам (или значительным бизнес-ангелам) в синдикате, и одновременно избежать предоставления прав многочисленным мелким инвесторам (из-за существенных административных трудностей).

Информационные права обычно заканчиваются после IPO, поскольку инвесторы получают доступ к открыто публикуемым отчетам компании и, соответственно, более не нуждаются в информационных правах.

Положение об информационных правах также содержит в себе положения, которые обеспечивают сохранение инвесторами информации в тайне.

Это важно, поскольку сохранение собственной информации компании в тайне входит в должностные обязанности директоров, однако если инвесторы не брали на себя договорных обязательств о сохранении конфиденциальной информации в тайне, у них подобных обязательств по закону нет.

ФИНАНСИРОВАНИЯ НА ПРОПОРЦИОНАЛЬНОЙ ОСНОВЕ (RIGHT TO PARTICIPATE PRO RATA IN FUTURE ROUNDS)

Все [Крупные] Инвесторы обладают правом (пропорционально доле их собственности в акционерном капитале Компании) [(с учетом конвертации всех обращающихся Привилегированных акций в Обыкновенные акции и использования всех нереализованных опционов)], принять участие в последующих выпусках акционерных ценных бумаг Компании (за исключением выпусков, перечисленных в разделе "Исключения из положений против разводнения").

Кроме того, в случае если какой-либо [Крупный] Инвестор принимает решение не покупать свою пропорциональную долю полностью, остальные [Крупные] Инвесторы вправе купить остальные акции на пропорциональной основе.

Если компания выступает с какими-либо дальнейшими предложениями акций, венчурный инвестор имеет право сохранять за собой по меньшей мере свою долю собственности в акционерном капитале компании путем участия в новых предложениях в размере до суммы, пропорциональной его доли собственности, на условиях одинаковых с остальными участвующими инвесторами.

Данное преимущественное право автоматически предусматривается законодательством Великобритании и большинства юрисдикций Континентальной Европы.

Обычно положение о праве первого предложения (first offer) охватывает следующие аспекты:

- Крупный инвестор (major investor).

Как и понятие информационных прав, понятие "*крупный инвестор*" часто используется для ограничения количества инвесторов, получающих преимущественные права.

Количество акций, которым необходимо владеть инвестору для того, чтобы обладать такими правами, как правило, устанавливается на довольно низком уровне, чтобы обеспечить получение прав даже самым маленьким фондам венчурного капитала (или значительным бизнес-ангелам) в синдикате, и одновременно избежать предоставления прав многочисленным мелким инвесторам.

Обычно пороговое значение устанавливается на уровне 5% участия в акционерном капитале.

- Исключения (carve-outs).

Право первого предложения обычно не применяется к определенным выпускам ценных бумаг.

В целом их список совпадает со списком выпусков ценных бумаг, которые не приводят в действие механизм защиты от разводнения.

- Перераспределение (over-allotment).

В случае если некоторые инвесторы, обладающие пропорциональными правами, не участвуют в предложении в полной мере, участвующие инвесторы могут захотеть воспользоваться правом купить акции, которые не были куплены участвующими инвесторами.

Надо заметить, что это может дополнительно задержать заключение сделки финансирования, поскольку предусматривает необходимость соблюдать различные сроки направления уведомления о первичном размещении и перераспределении.

ПРАВО ПРИНУЖДЕНИЯ ПОДКЛЮЧЕНИЯ К СДЕЛКЕ (DRAG ALONG)

Владельцы Привилегированных акций, Учредители и все будущие владельцы более чем [__]% Обыкновенных акций (с учетом конвертации Привилегированных акций и имеющих либо подлежащих использованию опционов) обязаны заключить соглашение с Инвесторами, которое предусматривает, что такие акционеры будут голосовать своими акциями в пользу Приравненного к ликвидации события, или сделки, в результате которой передаются 50% или более голосующих прав Компании и которая одобрена советом директоров и владельцами [__]% обращающихся Привилегированных акций.

Право принуждения к совместной продаже (иногда называется "обязательство продажи акций") (drag-along or bring-along right) налагает на акционеров компании обязательство продавать их акции потенциальному покупателю в том случае, если определенный процент акционеров (или акционеров – владельцев акций определенного класса) голосуют за продажу такому покупателю и (или) совет директоров одобряет сделку.

Эти права могут быть полезны в контексте продажи, когда потенциальные покупатели захотят приобрести 100% акций компании, чтобы избежать обязательств перед мелкими акционерами после приобретения.

Положения о праве принуждения к совместной продаже были распространены во время кризиса 2000-2002 гг., однако с тех пор использовались мало.

Обычно положение о праве принуждения к совместной продаже акций охватывает следующие аспекты:

- Лица, подчиняющиеся обязательству продажи акций.

Как правило, инвесторы предпочитают, чтобы акционеры – владельцы значительного количества акций подчинялись такому обязательству совместной продажи акций.

Крупные инвесторы также обычно хотят, чтобы другие инвесторы подчинялись этому обязательству, чтобы обеспечить одобрение сделки со стороны мелких инвесторов.

- Пороговое значение, запускающее механизм требования совместной продажи акций.

Обычно пороговое значение представляет собой определенный процент акционеров (например, 50% или 2/3 акционеров – владельцев Привилегированных акций либо Привилегированных акций определенной серии) и иногда включает в себя одобрение совета директоров.

Пороговое значение и группа акционеров, контролирующая его запуск, обычно являются предметом обсуждения.

- Минимальная цена.

Из-за ликвидационных привилегий некоторые акционеры (обычно владельцы обыкновенных акций и привилегированных акций с меньшими привилегиями) могут не получить никакой прибыли в результате слияния или продажи.

Они могут возразить против принудительного голосования за слияние, в ходе которого они не получают никакого вознаграждения.

Таким образом, некоторые акционеры могут попытаться выговорить некую минимальную пороговую цену, к которой будет применяться положение о принуждении к совместной продаже акций.

Например, акционеры – владельцы обыкновенных акций могут попробовать заявить, что обязательство совместной продажи акций должно применяться только в том случае, если владельцы обыкновенных акций получат не менее определенной цены за акцию (например, покупной цены за привилегированную акцию серии А) или если стоимость компании при заключении сделки превысит определенную сумму.

Инвесторы скорее будут противостоят таким изменениям в положение о принуждении к совместной продаже акций, поскольку цель такого положения – привести к определенному исходу голосования в принудительном порядке, даже в том случае, если сделка продажи компании поддерживается не всеми акционерами, подчиняющимися положению о принуждении к совместной продаже акций.

- Ограничения в отношении денежных средств / свободно обращающихся на рынке ценных бумаг.

Многие акционеры будут против того, чтобы голосовать за сделку, в которой они получают неликвидные ценные бумаги.

Соответственно, некоторые акционеры будут настаивать на том, что положение о принуждении к совместной продаже акций должно применяться только в том случае, если вознаграждением за слияние / продажу служат денежные средства или ценные бумаги, свободно обращающиеся на рынке.

ПРАВО ПЕРВОГО ОТКАЗА (RIGHT OF FIRST REFUSAL)

Компания в первую очередь и Инвесторы – во вторую (в объеме, установленном советом директоров) имеют право первого отказа в отношении любых акций акционерного капитала Компании, предлагаемых к продаже Учредителями [и действующими и будущими работниками или консультантами, которым принадлежит более [__]% Обыкновенных акций Компании (с учетом конвертации Привилегированных акций и имеющих либо подлежащих использованию опционов)], с правом для Инвесторов превышать лимит подписки по акциям, на которые не подписались другие Инвесторы.

Акции Компании, принадлежащие любому акционеру – владельцу более [__]% Обыкновенных акций, являются предметом соглашения о совместной продаже (с определенными обоснованными исключениями) с владельцами Привилегированных акций таким образом, чтобы продающий свои акции акционер мог продать, передать или обменять свои акции только в том случае, если каждый из владельцев Привилегированных акций будет иметь возможность участвовать в сделке продаже на пропорциональной основе.

Данное право совместной продажи не применяется к Квалифицированному первичному открытому размещению и прекращается в случае его реализации.

Инвесторы часто требуют, чтобы любой учредитель, который намеревается продать свои акции, сначала предложил их компании и инвесторам.

Основная цель права первого отказа – предоставить компании и инвесторам возможность сохранить акционерный капитал компании в рамках существующей группы собственников.

Если учредители или другие крупные акционеры примут решение выйти из компании, инвесторы захотят иметь возможность купить их акции с тем, чтобы либо получить еще больший контроль над компанией, либо предупредить передачу контроля нестратегическим либо враждебным лицам.

Право первого отказа обычно предоставляется инвесторам и применяется в отношении учредителей.

Наиболее частый вариант – предоставить компании и инвесторам право купить все или какую-либо часть предлагаемых к продаже акций.

Такой подход дает наибольшую гибкость компании и соответствующим инвесторам.

Учредители могут предпочесть, чтобы компания и (или) соответствующие инвесторы либо купили все предлагаемые к продаже акции (на кумулятивной основе), либо не покупали их вообще, поскольку частичная покупка может подорвать возможность учредителей продать все акции (т.е. предполагаемые покупатели могут не выразить желания купить меньшее количество акций).

Инвесторы часто обладают правом перераспределения в отношении неподписных акций.

Право перераспределения предоставляет инвесторам возможность полноценно использовать их права первого отказа и второй шанс купить какие-либо предлагаемые к продаже акции, не купленные компанией или инвесторами.

С точки зрения инвесторов, возможность перераспределения предоставляет дополнительную защиту от вхождения сторонних лиц в состав акционеров компании.

Учредители могут возражать против этого, поскольку возможность перераспределения может способствовать еще более эффективной блокировке любой передачи третьему лицу.

Для предоставления права перераспределения есть более веские основания в том случае, если инвесторы при использовании их права первого отказа обязаны покупать акции целиком, либо не покупать их вообще.

Обычно существуют некоторые исключения из права первого отказа, например, право физических лиц передавать их акции близким родственникам и в доверительное управление, а также право инвесторов свободно передавать акции третьим лицам, друг другу или в пределах группы компаний инвестора.

ПРАВО СОВМЕСТНОЙ ПРОДАЖИ (RIGHT OF CO-SALE)

До того как любой из Учредителей [и действующих и будущих работников или консультантов, которым принадлежит более []% Обыкновенных акций (с учетом конвертации Привилегированных акций и имеющихся либо подлежащих использованию опционов)] сможет продать Обыкновенные акции, он предоставляет Инвесторам возможность принять участие в такой сделке пропорционально тому количеству ценных бумаг, которое принадлежит продавцу и участвующим Инвесторам.

Если учредитель или значительный акционер желает распорядиться акциями, которые являются объектом права совместной (co-sale) или сопутствующей (tag-along) продажи акций, инвесторы обычно настаивают на том, чтобы потенциальный покупатель согласился купить равную долю и их акций по той же цене и на тех же условиях.

Права совместной продажи в целом предназначены для того, чтобы защитить интересы инвесторов в ситуации, когда учредители или другие лица пытаются продать существенную часть обыкновенных акций.

Как правило, инвесторы желают иметь возможность реализовать свои инвестиции в том случае, если учредители пытаются выйти из предприятия, поскольку часто успех компании зависит от его учредителей.

Чтобы снизить потенциальные административные сложности права первого отказа / совместной продажи часто ограничиваются инвесторами, которые имеют существенные доли в компании.

Существенные инвесторы также получают преимущества благодаря такому подходу, поскольку таким образом конкуренцию им составляет меньшее количество инвесторов.

Обычно пороговое значение для предоставления прав первого отказа / совместной продажи устанавливается на уровне 5%.

ПРАВО ВЫКУПА (REDEMPTION RIGHTS)

Привилегированные акции серии А могут быть выкуплены на средства, доступные на законных основаниях для распределения по усмотрению владельцев по меньшей мере [__]% Привилегированных акций серии А, в любой момент времени, начиная с [__] по цене, равной Начальной покупной цене [плюс все начисленные, но не выплаченные дивиденды].

Выкуп акций производится в виде трех равных годовых частей.

После запроса на выкуп от владельцев необходимого количества Привилегированных акций серии А, все Привилегированные акции серии А выкупаются [(за исключением любых владельцев Привилегированных акций серии А, которые отчетливо отказались от участия в сделке).]

Право выкупа представляет собой право при определенных условиях требовать, чтобы компания произвела обратную покупку собственных акций у инвесторов по фиксированной цене.

Это право может предусматриваться с тем, чтобы заставить компанию выкупить собственные акции в случае ситуации выхода из инвестиций в течение заранее установленного срока.

Отказ от выкупа своих акций по требованию может привести к получению инвесторами более существенных прав, например, расширенные права голоса.

В ряде европейских юрисдикций и в США право выкупа не предоставляется либо ограничивается (например, определенным процентом выпущенных и обращающихся акций).

Для инвесторов также не очень характерно требовать права выкупа.

В большинстве случаев у начинающих компаний (расходы которых обычно превышают любые доходы) нет достаточных денежных ресурсов для того, чтобы сделать выкуп акций реальной возможностью, и нет иных возможностей рефинансировать свою структуру капитала для обеспечения возможности выкупа.

Соответственно инвесторы в сделках венчурного финансирования в первую очередь стараются сосредоточиться на IPO или на продаже компании как средствах достижения ликвидности.

В 2008-2009 гг. процентные показатели по сделкам венчурного финансирования, предусматривающим обязательный выкуп акций или выкуп по усмотрению венчурного капиталиста, выглядел следующим образом:

Q4'09	Q3'09	Q2'09	Q1'09	Q4'08	Q3'08	Q2'08	Q1'08
21%	13%	20%	24%	20%	23%	29%	20%

(Источник: "Исследование венчурного капитала в Кремниевой долине фирмы Fenwick & West", 2/2010)

Даже если инвесторы никогда не требуют выкупа акций, они могут использовать угрозу выкупа в качестве рычага давления с целью повлиять на решения компании (например, чтобы заставить компанию более серьезно рассмотреть открытую подписку или продажу).

Как правило, при обсуждении права выкупа затрагиваются следующие вопросы:

- когда может быть впервые использовано право выкупа
- цена выкупа
- срок, которым располагает компания для осуществления выкупа.

Обычно все права выкупа предусматривают, что они не могут быть использованы до наступления 5-летней годовщины сделки финансирования, поскольку компании необходимо достаточное количество времени, чтобы достичь результатов, в то время как венчурному фонду необходима возможность реализовать инвестиции в конце существования фонда.

Цена выкупа обычно представляет собой начальную покупную цену плюс начисленные, но не выплаченные дивиденды.

Выкуп может быть приведен в действие большинством или подавляющим большинством голосов "за", поданных инвесторами.

Выкуп акций, как правило, производится в виде нескольких взносов в течение трех лет.

ПОЛОЖЕНИЯ О ЗАЩИТЕ (PROTECTIVE PROVISIONS)

До тех пор, пока [укажите фиксированное количество, либо %, либо «какие-либо»] Привилегированные акции находятся в обращении, для осуществления любого из перечисленных ниже действий необходимо согласие владельцев по меньшей мере []% Привилегированных акций:

- (i) внесение изменения в устав, если такое изменение [неблагоприятно] влияет на права, преимущества, привилегии, полномочия или ограничения владельцев привилегированных акций или привилегированных акций определенной серии;

- (ii) изменение разрешенного к выпуску количества привилегированных акций или привилегированных акций определенной серии;
- (iii) разрешение выпуска либо создание любого нового класса или серии акций, обладающих правами, преимуществами или привилегиями в отношении дивидендов или ликвидации, превосходящих права, преимущества или привилегии владельцев Привилегированных акций или равнозначных им, либо обладающих правами голоса, помимо прав голоса, предоставляемых владельцам привилегированных акций в целом;
- (iv) одобрение любого слияния, продажи активов или другой корпоративной реорганизации или приобретения;
- (v) одобрение покупки, выкупа или другого приобретения любых обыкновенных акций Компании, помимо покупок нерализованных акций Учредителя после прекращения действия его должностных полномочий;
- (vi) объявление о выплате либо выплата каких-либо дивидендов или распределения прибыли в отношении [привилегированных акций или] обыкновенных акций;
- (vii) одобрение ликвидации или прекращения деятельности Компании[;];
- (viii) увеличение состава совета директоров;
- (ix) обременение в связи задолженностью Компании всех или практически всех активов Компании либо создание залогового права в отношении всех или практически всех активов Компании;
- (x) приобретение существенной часть активов посредством слияния или покупки всех или практически всех активов или акционерного капитала другого предприятия;
- (xi) увеличение количества акций, разрешенных к выпуску по любой существующей программе предоставления опционов или создание любой новой программы предоставления опционов.

Положения о защите представляют собой действующее право вето, которое инвесторы могут наложить на определенные действия компании.

Положения о защите часто являются предметом жарких споров.

Учредители предпочитают исключать положения о защите из своих документов или сводить их к минимуму.

Инвесторы, напротив, обычно хотят иметь контроль в виде права вето в отношении некоторого набора действий, которые могут быть предприняты компанией, особенно когда это затрагивает инвесторов с экономической позиции.

Положения с (i) по (vii) в предварительном соглашении практически стандартны.

Положения с (viii) по (xi), а также любые, не перечисленные выше, больше действуют в

пользу инвестора и не являются типичными.

Однако все эти положения могут обсуждаться, все зависит от позиций сторон при проведении переговоров.

Целесообразно предусмотреть прекращение действия положений о защите в том случае, если количество обращающихся привилегированных акций снизится ниже определенного количества.

Таким образом, мелкие инвесторы не смогут воспользоваться правом вето на действия компании.

СОГЛАШЕНИЯ О СОБСТВЕННОЙ ИНФОРМАЦИИ И ИЗОБРЕТЕНИЯХ (PROPRIETARY INFORMATION AND INVENTIONS AGREEMENT)

Каждый из действующих и бывших должностных лиц, работников и консультантов Компании заключает приемлемое соглашение о собственной информации и изобретениях (Соглашение о Служебной разработке).

Инвесторы всегда настаивают, чтобы (если это до сих пор не сделано) каждый работник или учредитель компании подписал стандартный договор отчуждения интеллектуальной собственности в пользу компании.

Это гарантирует, что вся интеллектуальная собственность созданная учредителями или работника компании принадлежит компании.

Конечно, отсутствие такого договора не значит, что интеллектуальная собственность не принадлежит компании, но может создать проблемы для компании в будущем.

АКЦИИ УЧРЕДИТЕЛЕЙ (FOUNDERS' STOCK)

Все Учредители являются безоговорочными владельцами акционерного капитала, при этом, в случае если Учредитель прекращает свои трудовые взаимоотношения с Компанией, Компания может воспользоваться своими правами выкупа некоторых акций, которые не были реализованы по цене их выпуска.

Учредители и высшее руководство обычно играют ключевую роль в принятии инвесторами решения инвестировать в компанию.

Приняв решение финансировать определенную команду руководителей, которой они доверяют, инвесторы, как правило, хотят получить все возможные гарантии того, то она останется на месте для воплощения их бизнес-плана.

Для того, чтобы отговорить учредителей от ухода из компании инвесторы обычно требуют механизм, при котором акции учредителей зависят от определенной схемы реализации акций (vesting scheme).

Обычно акции, выпущенные в пользу учредителя, подчиняются праву обратной покупки, которое действует в пользу компании и срок действия которого истекает через какой-то период времени при условии продолжения трудовых отношений с данным учредителем.

В случае прекращения отношений учредителя с компанией на любом основании, акции, которые не были еще реализованы, могут быть обратно куплены компанией по их начальной покупной цене.

Этот механизм иногда называется «*обратный опцион*» (reverse option).

Возьмем в качестве примера ситуацию, что учредитель получил 1 000 000 обыкновенных акций во вновь созданной компании по цене 0,001 доллара США за акцию.

По условиям договора покупки акций с учредителем (такой договор обычно называется Restricted Stock Purchase Agreement) такие акции реализуются (vest) равными порциями в течение 48 месяцев.

В данном примере, если трудовые взаимоотношения между учредителем и компанией прекращаются в конце третьего года (т.е. спустя 36 месяцев или периода наделения акциями), компания на основании договора будет вправе обратно купить у учредителя 250 000 акций, представляющих собой нереализованную часть всей его доли, выплатив при этом сумму 250 долл. США, даже в том случае, если к тому моменту времени акции компании будут стоить существенно дороже.

Стандартный срок, применяемый компаниями при внедрении программ обратного опциона, составляет четыре года.

Иногда, впрочем, учредители пользуются другими схемами реализации акций, учитывающими разный уровень их вклада в деятельность компании.

Учредители иногда могут выговорить "*кредит*" в реализации акций; обычно он варьируется от 25% до 50% акций учредителя (т.е. учредитель может потребовать сразу предоставить ему часть акционерного капитала "*в кредит*", а оставшаяся часть акционерного капитала останется не гарантированной и будет являться предметом обратного опциона).

Общепринятая схема обратного опциона предусматривает, что реализация акций прекращается немедленно после прекращения трудовых взаимоотношений вне зависимости от обстоятельств их прекращения.

Тем не менее, может быть оговорено, что в некоторых случаях (например, в случае смерти или недееспособности либо в случае, когда учредитель уходит без причины, либо добровольно обоснованно подает в отставку (что может включать в себя понижение в должности, уменьшение объема служебных обязанностей или компенсации, перевод в другой офис и т.д.)), схема реализации акций полностью или частично выполняется досрочно.

СОГЛАШЕНИЯ О ЗАПРЕТЕ КОНКУРЕНЦИИ И ПЕРЕМАНИВАНИЯ (NON-COMPETITION AND NONSOLICITATION AGREEMENTS)

Каждый Учредитель и руководящий работник заключает соглашение о запрете на конкуренцию и переманивание сроком на [] год(а), составленное по форме, обоснованно приемлемой для Инвесторов.

Ограничения в виде отказа от конкуренции проблематичны во многих юрисдикциях в США.

Калифорния – юрисдикция с наибольшей венчурной активностью и наибольшим количеством молодых технологических предприятий, запрещает введение ограничений в виде отказа от конкуренции в принципе (с очень незначительными исключениями – например, в связи с продажей коммерческого предприятия).

СТРАХОВАНИЕ НА СЛУЧАЙ СМЕРТИ ОДНОГО ИЗ УЧРЕДИТЕЛЕЙ (KEY-MAN INSURANCE)

В течение одной недели с момента Завершения сделки Компания заключит и будет поддерживать в действии договор страхования жизни Учредителя на сумму не менее [] млн. долл. США в пользу Компании.

Данное положение является наиболее типичным на ранних раундах финансирования, когда утрата одного или нескольких ключевых фигур может привести к потере компанией существенной части ее стоимости.

Страхование жизни ключевой фигуры может не быть очень дорогой.

Годовые страховые взносы за страховое покрытие размером 1 млн. долл. США варьируются в пределах 5-12 тыс. долл. США.

ДРУГИЕ ДОГОВОРЫ (OTHER AGREEMENTS)

Все соглашения, подготовленные с целью осуществления данного финансирования, должны содержать остальные стандартные и обычные положения.

В соответствии с намерениями сторон настоящее Предварительное соглашение не носит обязательного характера.

Полный комплект договоров для венчурной инвестиции обычно состоит из следующих договоров:

- Соглашение о покупке акций (Stock Purchase Agreement) содержит подробную информацию об инвестиционном цикле, включая количество и классы акций, приобретаемых инвесторами, условия оплаты и гарантии компании в отношении ее текущего состояния.

Эти гарантии обычно оформляются в виде отдельного документа, содержащего все данные, которые, по мнению учредителей компании, должны быть известны инвесторам до принятия решения об инвестировании.

- 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.

- В Соглашении о голосовании (Voting Agreement) подробно описываются права инвесторов в отношении назначения членов совета директоров.

- Соглашение о праве первого отказа и совместной продаже (Right of First Refusal/Co-Sale Agreement) включает в себя подробное описание прав инвесторов в отношении первого отказа и принуждения к совместной продаже акций.

- Устав компании (Company's Charter) устанавливает права держателей различных классов акций, выпущенных компанией, включая право голоса, меры по защите от разводнения, права на получение дивидендов, права на конвертацию акций, а также другие положения, защищающие права инвесторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Предварительное соглашение, анализ которого приведен в данной работе, содержит 30 различных положений, однако тех, что действительно важны для сделки, наберется не более десятка, а тех, что требуют подробного обсуждения, и того меньше.

Чтобы понять, какие из положений предварительного соглашения на самом деле имеют существенное значение, а какие – не более чем стандартные формулировки, необходимо осознать мотивацию сторон, вступающих в соглашение.

В общем, есть только два вопроса, на которые венчурным фондам и предпринимателям следует обратить особое внимание: экономические показатели и контроль.

Термин "*экономические показатели*" относится к доходу, который получит инвестор на свои инвестиции, и который в итоге получит предприниматель.

Термин "*контроль*" относится к механизмам, которые позволяют инвесторам либо непосредственно контролировать коммерческое предприятие, либо предоставлять инвестору право вето на определенные решения, которые могут быть приняты компанией.

Экономические показатели

Самыми важными категориями среди экономических показателей являются:

- (1) оценка стоимости;
- (2) ликвидационная привилегия; и
- (3) защита от разводнения.

Оценка стоимости.

Этот вопрос является ключевым для венчурного финансирования, и ему в ходе переговоров обычно уделяется особое внимание.

Как обсуждалось выше, вопрос состоит не только в согласовании метода и базовых параметров оценки.

На конечную оценку стоимости компании может оказать сильное влияние фонд опционов для работников.

Сторонам необходимо понимать, будет ли фонд опционов на акции включен в оценку доинвестиционной стоимости или послеинвестиционной стоимости, а также непосредственный размер самого фонда.

Ликвидационная привилегия.

Это, пожалуй, второй по важности вопрос в венчурном финансировании.

Сторонам необходимо спрогнозировать ожидаемую ликвидационную стоимость для того, чтобы понять фактическую разницу между различными вариантами ликвидационных привилегий в денежном выражении.

Часто учредители соглашаются на ликвидационную привилегию, которая приводит к тому, что им практически не удается получить какую бы то ни было прибыль от продажи компании.

Сторонам также следует помнить, что ликвидационные привилегии, которые согласовываются для финансирования посредством выпуска акций серии А, часто переносятся на последующие раунды финансирования.

Иногда обеим сторонам выгоднее согласовать менее обременительные ликвидационные привилегии, чем создавать прецедент для последующих раундов финансирования.

Защита от разводнения.

Практически все сделки венчурного финансирования предусматривают определенную защиту от разводнения, при этом условия их могут быть более или менее выгодными для учредителей.

Например, учредителям, за исключением редких случаев, стоит воздерживаться от защиты от разводнения по методу "*полного храповика*".

Означает ли это, что рассуждения, приведенные на предыдущих 80 страницах – по большому счету, не более чем пустой разговор?

Конечно, нет.

Инвесторам и предпринимателям стоит знать как можно больше обо всех аспектах венчурного финансирования.

Тем не менее, множество стандартных условий финансирования либо столь безобидны, либо столь привычны, что, за исключением случаев, когда их содержание существенно отличается от общепринятых стандартов, они вряд ли могут расстроить сделку.

Контроль

В венчурном финансировании вопрос контроля имеет первостепенное значение.

И предприниматели, и инвесторы должны сконцентрироваться на решении вопроса, какой объем контроля будет у них после финансирования, как долго они смогут поддерживать такой уровень контроля и при каких обстоятельствах они смогут его применять.

Существует пять основных аспектов контроля:

- (1) право собственности,
- (2) состав совета директоров,
- (3) положения о защите,
- (4) право принуждения к совместной продаже акций, и
- (5) схема вестинга акций учредителей.

Право собственности.

Это базовый аспект контроля.

В большинстве юрисдикций (при условии отсутствия любых договорных прав голоса) компанию контролируют собственники более чем 50% акционерного капитала компании.

В ходе раунда финансирования посредством выпуска привилегированных акций серии А инвесторы редко приобретают более 50% акционерного капитала.

Однако предприниматели должны осознавать, что если компании потребуется увеличение привлеченного капитала, велика вероятность, того, что в ходе последующих двух или более раундов финансирования им придется уступать контроль над компанией.

По статистике в ходе раунда финансирования посредством выпуска акций серии А учредители передают инвесторам в среднем приблизительно 35% капитала компании; в ходе раунда финансирования посредством выпуска акций серии В – 30%, а в ходе раунда финансирования посредством выпуска акций серии С и последующих раундов – еще 20%.

Разводнение прав собственности учредителей в компании до уровня ниже 15% после 3 или 4 раундов финансирования – довольно распространенное явление.

Совет директоров.

Несмотря на то, что акционеры обладают неотъемлемым правом назначать и прекращать полномочия членов совета директоров, жесткий контроль над составом совета директоров особенно важен, поскольку почти каждое значимое корпоративное решение предусматривает одобрение совета директоров – например, такие рутинные, но, тем не менее, важные вопросы, как предоставление опционов, утверждение годового бюджета и прогнозов, выплата компенсации руководству.

Учредителям рекомендуется (особенно в начале деятельности) ограничить состав совета директоров 3-5 членами.

В каждом последующем раунде инвестиций совет директоров, скорее всего, будет разрастаться.

Кроме того, учредителям стоит стремиться сохранять за собой контроль над советом директоров или, по крайней мере, сохранять нейтралитет благодаря праву назначать то же количество директоров, что и инвесторы, и благодаря наличию взаимосогласованных или независимых директоров, кандидатуры которых подлежат утверждению учредителями.

Положения о защите.

Положения о защите содержатся практически в каждом предварительном соглашении о венчурном финансировании.

Защитные права голоса предоставляют инвесторам право одобрять конкретные действия, предпринимаемые компанией, и представляют собой право вето для инвесторов.

Большинство важных корпоративных решений, таких как дальнейшие инвестиции, слияния и поглощения, изменение состава совета директоров, назначение или прекращение полномочий генерального директора, могут подпадать под действие положений о защите.

Право принуждения к совместной продаже акций.

Право принуждения к совместной продаже акций дает инвесторам возможность заставить учредителей согласиться на продажу компании даже в том случае, если в результате такой продажи учредители не получат никакого вознаграждения.

Если учредители не могут противостоять предоставлению инвесторам прав принуждения к совместной продаже, им стоит настоять на некоторых средствах защиты, например, в виде сроков, в которые возможен запуск положения о принуждении к совместной продаже, и минимальной компенсации, получаемой ими при продаже компании.

Схема реализации (vesting scheme) акций учредителей.

Этот вопрос крайне важен как для инвесторов, так и для учредителей.

Необходимо обсудить следующие вопросы:

- (i) когда начинается вестинг (реализация) акций учредителей,

- (ii) сокращаются ли ее сроки после прекращения трудовых взаимоотношений без уважительной причины со стороны компании, и

- (iii) сокращаются ли его сроки (полностью или частично) после продажи/слияния компании (так называемый "одиночный спусковой механизм") или после прекращения трудовых взаимоотношений без уважительной причины в течение определенного периода времени после продажи/слияния компании (так называемый "двойной спусковой механизм").

ОБРАЗЕЦ СОГЛАШЕНИЯ

ПРЕДВАРИТЕЛЬНОЕ СОГЛАШЕНИЕ О ФИНАНСИРОВАНИИ [НАИМЕНОВАНИЕ КОМПАНИИ] ПОСРЕДСТВОМ ВЫПУСКА ПРИВИЛЕГИРОВАННЫХ АКЦИЙ СЕРИИ А [, 201_]

Настоящее Предварительное соглашение содержит основные условия финансирования компании [_____] (далее - "Компания") посредством выпуска привилегированных акций серии А.

В качестве компенсации за время и расходы, которые были или будут выделены Инвесторами на рассмотрение данной инвестиционной сделки, положения Предварительного соглашения о запрете продавцу подыскивать более выгодного покупателя, о сохранении конфиденциальности будут иметь обязательную юридическую силу для Компании, вне зависимости от того, состоится ли финансирование.

Никаких других юридически связывающих обязательств не будет создано до тех пор, пока все стороны не оформят и не вручат друг другу окончательные соглашения.

Настоящее Предварительное соглашение не является обязательством по инвестированию, и обусловлено тем, насколько Инвесторы будут удовлетворены результатами комплексной юридической оценки и содержанием документов.

УСЛОВИЯ ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Дата завершения: (Closing Date): В кратчайшие возможные сроки после одобрения Компанией настоящего Предварительного соглашения ("Завершение").

Сумма финансирования (Amount of financing): \$5 000 000 долл. США

Цена за акцию: (Price Per Share): \$5 долл. США за акцию (на основании капитализации Компании, представленной ниже) ("Начальная цена приобретения").

Оценка доинвестиционной стоимости: (Pre-Money Valuation): Начальная цена приобретения рассчитывается на основании оценки доинвестиционной стоимости при полностью разводненных акциях, которая составляет \$10 000 000 долл. США, и послеинвестиционной стоимости при полностью разводненных акциях, которая составляет \$15 000 000 долл. США (включая фонд опционов) для работников, которые составляют 15% послеинвестиционной капитализации при полностью разводненных акциях).

Инвесторы и таблица капитализации: (Investors/Cap Table)

Инвестор № 1: [] акций ([]%), [] долл. США

Инвестор № 2: [] акций ([]%), [] долл. США

Структура капитала компании до и после Завершения приводится в Приложении А.

Дивиденды: (Dividends) Дивиденды выплачиваются на Привилегированные акции серии А только по состоянию на момент их конвертации в Обыкновенные акции в том случае, если они выплачиваются на Обыкновенные акции (в тот же момент времени и в том же порядке).

Ликвидационные привилегии: (Liquidation Preference)

Слияние или поглощение (за исключением слияния или поглощения, в котором акционерам Компании принадлежит большинство прав голоса по обращающимся акциям оставшейся или приобретающей корпорации), а также продажа, аренда, передача, передача на основании исключительной лицензии или иное распоряжение всеми или практически всеми активами Компании рассматривается как ликвидация ("Приравненное к ликвидации событие"), и таким образом приводят в действие выплату ликвидационных привилегий, описанных выше за исключением случаев, когда владельцы 75% Привилегированных акций серии А принимают иное решение.

В случае ликвидации, роспуска или прекращения деятельности Компании, прибыль выплачивается следующим образом:

Сначала выплачивается одна Начальная цена приобретения плюс начисленные дивиденды на каждую Привилегированную акцию серии А.

После чего владельцы Привилегированных акции серии А по состоянию на момент конвертации участвуют в распределении прибыли наряду с владельцами Обыкновенных акций на пропорциональной основе.

Права голоса: (Voting Rights)

Владельцы Привилегированных акций обладают таким количеством прав голоса, которое соответствует совокупному количеству Обыкновенных акций, которые могут быть выпущены после конвертации акций соответствующего владельца, за исключением того, что до тех пор, пока 25% выпущенных при финансировании Привилегированных акций остаются в обращении,

(i) владельцы Привилегированных акций серии А, вправе избрать 3 из 5 членов совета директоров ("Директора, избранные владельцами Привилегированных акций серии А"), а владельцы Обыкновенных акций вправе избрать 2 из 5 членов совета директоров ("Директора, избранные владельцами Обыкновенных акций");

(ii) см. случаи, предусмотренные в "Положениях о защите" ниже

(iii) см. случаи, предусмотренные законодательством.

Факультативная конвертация: (Optional Conversion)

Изначально Привилегированные акции серии А конвертируются в Обыкновенные акции в соотношении 1:1 в любой момент времени по усмотрению владельца с учетом корректировок относительно дивидендов на акции, дробления, объединения акций и тому подобных событий, описанных ниже в "Положении против разводнения".

Автоматическая конвертация: (Automatic Conversion)

Каждая Привилегированная акция серии А автоматически конвертируется в Обыкновенную акцию по действующему на соответствующий момент времени коэффициенту конвертации в случае заключения обязательства открытого размещения акций по цене, в 5 раз превышающей Начальную цену приобретения (с учетом корректировок относительно дивидендов на акции, дробления, объединения акций и тому подобных событий) и в случае если чистая прибыль Компании составляет не менее \$25 000 000 долл. США ("Квалифицированное открытое размещение акций", или ii) после получения письменного согласия владельцев 75% Привилегированных акций серии А.

Положения против разводнения: (Anti-dilution Provisions)

В случае выпуска Компанией дополнительных акций, цена приобретения на которые будет ниже цены конвертации текущих Привилегированных акций серии А, такая цена конвертации корректируется по следующей формуле: $ЦК2 = ЦК1 * (A+B) / (A+C)$

где:

ЦК2 = Цена конвертации Привилегированных акций серии А непосредственно после выпуска новых ценных бумаг,

ЦК1 = Цена конвертации Привилегированных акций серии А непосредственно перед выпуском новых ценных бумаг,

A = Количество Обыкновенных акций, которые считаются обращающимися непосредственно перед выпуском новых ценных бумаг (включая все обращающиеся обыкновенные акции, все обращающиеся привилегированные акции, а также все нереализованные опционы по состоянию на момент реализации, и исключая любые ценные бумаги, конвертируемые в этом раунде финансирования),

B = совокупное вознаграждение, полученное Корпорацией за выпуск новых ценных бумаг, разделенное на ЦК1

C = Количество акций, выпущенных в ходе данной операции.

Исключения: (Exceptions)

Перечисленные далее выпуски акций не приводят к обязательной корректировке для защиты от разводнения:

- (i) акции, выпускаемые после конвертации любых Привилегированных акций серии A либо в качестве дивидендов или распределения прибыли по Привилегированным акциям серии A;*
- (ii) акции, выпущенные после конвертации любых облигаций, варрантов, опционов или других конвертируемых ценных бумаг;*
- (iii) Обыкновенные акции, выпускаемые после дробления акций, выплаты дивидендов акциями или любого разделения Обыкновенных акций;*
- (iv) Обыкновенные акции (или опционы на покупку таких Обыкновенных акций), выпущенные или выпускаемые в пользу работников, директоров или консультантов Компании согласно любой схеме, утвержденной советом директоров Компании в состав которого входят по меньшей мере 2 Директора, избранных владельцами Привилегированных акций серии A;*
- (v) Обыкновенные акции, выпущенные или выпускаемые в пользу банков, арендодателей оборудования или других финансовых организаций, арендодателей недвижимого имущества, по договорам о долговом финансировании, аренде оборудования или недвижимого имущества, утвержденным советом директоров Корпорации, в состав которого входят по меньшей мере 2 Директора, избранных владельцами Привилегированных акций серии A.*

РЕГИСТРАЦИЯ И ИНФОРМАЦИОННЫЕ ПРАВА

Подлежащие регистрации ценные бумаги: (Registrable Securities)

Все Обыкновенные акции, выпускаемые после конвертации Привилегированных акций, а также любые другие Обыкновенные акции, принадлежащие Инвесторам, считаются "Регистрируемыми ценными бумагами".

Требования регистрации: (Demand Registration)

В зависимости от того, какая из перечисленных далее дат наступит раньше:

(i) спустя 5 лет после Завершения или

(ii) спустя полгода после первичного открытого размещения акций ("IPO"),

лица, которым принадлежит 50% Регистрируемых ценных бумаг, могут потребовать от Компании оформить одну регистрацию(-у) своих акций.

Совокупная цена за такую регистрацию не может быть менее \$25 000 000 млн. долл. США.

Для данной цели регистрация будет считаться действительной только в случае

(i) регистрации всех Регистрируемых ценных бумаг, в отношении которых был подан запрос о регистрации,

(ii) завершения ее или ее отзыва по просьбе Инвесторов (на ином основании, нежели в результате существенного неблагоприятного изменения в отношении Компании).

Регистрация по форме S-3: (Registration on Form S-3)

Владельцы 20% Регистрируемых ценных бумаг вправе потребовать от Компании зарегистрировать Регистрируемые акции по форме S-3 (если таковая может быть использована Компанией) по совокупной цене не менее 1 млн. долл. США.

Общее количество регистраций по форме S-3 не ограничено, при условии не более 3 таких регистраций в год.

Регистрация «на чужой спине»: (Piggyback Registration)

Владельцы Регистрируемых ценных бумаг имеют право требовать регистрацию новых акций компании одновременно с партиями старых акций, принадлежащих частным инвесторам (метод "полного хвостика") в отношении всех заявлений на регистрацию Компании, однако при этом на них распространяется право Компании и ее андеррайтеров уменьшить количество предлагаемых к регистрации акций до минимального размера 30% на пропорциональной основе и осуществить такое уменьшение при осуществлении IPO по усмотрению андеррайтера.

Во всех случаях, количество акций, подлежащих регистрации владельцами Регистрируемых ценных бумаг, уменьшается только после уменьшения количества акций, принадлежащих всем остальным акционерам.

Расходы: (Expenses)

Компания оплачивает расходы на регистрацию (за исключением скидок и комиссионных андеррайтеров) по всем таким требованиям, регистрациям регистрацию новых акций компании одновременно с партиями старых акций, принадлежащих частным инвесторам и регистрацию по форме S-3 (включая расходы на оплату услуг одного

специального консультанта для продающих свои акции акционеров в пределах \$25 000 долл. США).

Соглашение о неотчуждении акций: (Lock-up)

Инвесторы соглашаются в отношении IPO (если того требует ведущий андеррайтер) не продавать и не передавать какие-либо Обыкновенные акции Компании (включая/исключая акции, приобретенные в ходе или по итогам IPO) в течение срока до 90 дней после IPO (с учетом продления этого срока для обеспечения соответствия правилам Агентства по урегулированию деятельности финансовых институтов (FINRA) (при условии, что все директора и должностные лица согласны на такое соглашение о неотчуждении акций).

В таком соглашении о неотчуждении акций должно предусматриваться, что любой отказ от ограничений, накладываемых таким соглашением, или его расторжение, предпринятые Компанией или представителями андеррайтеров по их усмотрению, применяется к Инвесторам пропорционально тому количеству акций, которым они владеют.

Права на управление и информационные права: (Management and Information Rights)

Любому Крупному Инвестору (который не является конкурентом) будет предоставлен доступ к объектам и персоналу Компании в течение обычных рабочих часов при условии заблаговременного предупреждения.

Термин "Крупный инвестор" означает любого Инвестора, который покупает привилегированные акции серии А на сумму не менее \$500 000 долл. США.

Компания будет предоставлять такому Крупному инвестору:

(i) годовые и ежеквартальные финансовые отчеты и другую информацию, установленную советом директоров;

(ii) за тридцать дней до окончания каждого финансового года – исчерпывающий операционный бюджет с указанием предполагаемых доходов, расходов и кассовой позиции на каждый месяц предшествующего финансового года.

ПРАВА ИНВЕСТОРОВ

Право участия в будущих раундах финансирования на пропорциональной основе: (Right to Participate Pro Rata in Future Rounds)

Все Крупные Инвесторы обладают правом (пропорционально доле их собственности в акционерном капитале Компании) (с учетом конвертации всех обращающихся Привилегированных акций в Обыкновенные акции и использования всех нереализованных опционов согласно программам акционирования), принять участие в последующих выпусках

акционерных ценных бумаг Компании (за исключением выпусков, перечисленных в конце раздела "Положения против разводнения" настоящего Предварительного соглашения.

Кроме того, в случае если какой-либо Крупный Инвестор принимает решение не покупать свою пропорциональную долю полностью, остальные Крупные Инвесторы вправе купить остальные акции на пропорциональной основе.

Право принуждения подключения к сделке: (Drag Along)

Владельцы Привилегированных акций, Учредители и все будущие владельцы более чем 1% Обыкновенных акций (с учетом конвертации Привилегированных акций и имеющих либо подлежащих использованию опционов) обязаны заключить соглашение с Инвесторами, которое предусматривает, что такие акционеры будут голосовать своими акциями в пользу Приравненного к ликвидации события, или сделки, в результате которой передаются 50% или более голосующих прав Компании и которая одобрена советом директоров и владельцами 50% обращающихся Привилегированных акций.

Право первого отказа: (Right of first Refusal)

Компания в первую очередь и Инвесторы – во вторую (в объеме, установленном советом директоров) имеют право первого отказа в отношении любых акций акционерного капитала Компании, предлагаемых к продаже Учредителями и действующими и будущими работниками или консультантами, которым принадлежит более 1% Обыкновенных акций Компании (с учетом конвертации Привилегированных акций и имеющих либо подлежащих использованию опционов), с правом для Инвесторов превышать лимит подписки по акциям, на которые не подписались другие Инвесторы.

Акции Компании, принадлежащие любому акционеру – владельцу более 1% Обыкновенных акций, являются предметом соглашения о совместной продаже (с определенными обоснованными исключениями) с владельцами Привилегированных акций таким образом, чтобы продающий свои акции акционер мог продать, передать или обменять свои акции только в том случае, если каждый из владельцев Привилегированных акций будет иметь возможность участвовать в сделке продажи на пропорциональной основе.

Данное право совместной продажи не применяется к Квалифицированному первичному открытому размещению и прекращается в случае его реализации.

Право принуждения к совместной продаже: (Right of Co-Sale)

До того как любой из Учредителей и действующих и будущих работников или консультантов, которым принадлежит более 1% Обыкновенных акций (с учетом конвертации Привилегированных акций и имеющих либо подлежащих использованию опционов) сможет продать Обыкновенные акции, он предоставляет Инвесторам

возможность принять участие в такой продаже пропорционально тому количеству ценных бумаг, которое принадлежит продавцу и участвующим Инвесторам.

Право выкупа: (Redemption Rights)

Привилегированные акции серии А могут быть выкуплены на средства, доступные на законных основаниях для распределения по усмотрению владельцев по меньшей мере 50% Привилегированных акций серии А, в любой момент времени, начиная с пятой годовщины Завершения сделки по цене, равной Начальной покупной цене плюс все начисленные, но не выплаченные дивиденды.

Выкуп акций производится в виде трех равных годовых частей.

После запроса на выкуп от владельцев необходимого количества Привилегированных акций серии А, все Привилегированные акции серии А выкупаются (за исключением любых владельцев Привилегированных акций серии А, которые четко отказались от участия в сделке).

Положения о защите: (Protective Provisions)

До тех пор, пока 25% от выпущенных Привилегированных Акции находятся в обращении, для осуществления любого из перечисленных ниже действий необходимо согласие владельцев по меньшей мере 50% Привилегированных акций:

- (i) внесение изменения в устав, если такое изменение влияет на права, преимущества, привилегии, полномочия или ограничения владельцев привилегированных акций или привилегированных акций определенной серии;
- (ii) изменение разрешенного к выпуску количества привилегированных акций или привилегированных акций определенной серии;
- (iii) разрешение выпуска либо создание любого нового класса или серии акций, обладающих правами, преимуществами или привилегиями в отношении дивидендов или ликвидации, превосходящих права, преимущества или привилегии владельцев Привилегированных акций или равнозначных им, либо обладающих правами голоса, помимо прав голоса, предоставляемых владельцам привилегированных акций в целом;
- (iv) одобрение любого слияния, продажи активов или другой корпоративной реорганизации или приобретения;
- (v) одобрение покупки, выкупа или другого приобретения любых обыкновенных акций Компании, помимо покупок нерезализованных акций Учредителя после прекращения действия его должностных полномочий;
- (vi) объявление о выплате либо выплата каких-либо дивидендов или распределения прибыли в отношении привилегированных акций или обыкновенных акций;
- (vii) одобрение ликвидации или прекращения деятельности Компании;
- (viii) увеличение состава совета директоров;

- (ix) обременение в связи задолженностью Компании всех или практически всех активов Компании либо создание залогового права в отношении всех или практически всех активов Компании;

- (x) приобретение существенной часть активов посредством слияния или покупки всех или практически всех активов или акционерного капитала другого предприятия; или

- (xi) увеличение количества акций, разрешенных к выпуску по любой существующей программе предоставления опционов или создание любой новой программы предоставления опционов.

ТРУДОВЫЕ ОТНОШЕНИЯ

Соглашения о сохранении конфиденциальности и развитии: (Non-Disclosure and Developments Agreement)

Каждый действующий и бывший Учредитель, работник и консультант, обладающий доступом к конфиденциальной информации и (или) коммерческой тайне Компании, заключает соглашения о неразглашении конфиденциальной информации и об уступке прав собственности, составленные по форме, обоснованно удовлетворяющей требованиям владельцев Привилегированных акций.

Соглашения о собственной информации и изобретениях: (Proprietary Information and Inventions Agreement)

Каждый из действующих и бывших должностных лиц, работников и консультантов Компании заключает приемлемое соглашение о собственной информации и изобретениях.

Учредительские акции: (Founders' Stock)

Все Учредители являются безоговорочными владельцами акционерного капитала, при этом, в случае если Учредитель прекращает свои трудовые взаимоотношения с Компанией, Компания может воспользоваться своими правами выкупа некоторых акций, которые не были реализованы по цене их выпуска.

Соглашения о запрете конкуренции и переманивания: (Non-Competition and Non-Solicitation and Agreements)

Каждый Учредитель и руководящий работник заключает соглашение о запрете на конкуренцию и переманивание сроком на 1 год, составленное по форме, обоснованно приемлемой для Инвесторов.

ДРУГИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Запрет продавцу подыскивать более выгодного покупателя / сохранение конфиденциальности (No Shop / Confidentiality)

Компания соглашается добросовестно и оперативно работать для завершения.

Компания и Учредители соглашаются, что в течение 60 дней со дня принятия данного Предварительного соглашения они не будут предпринимать никаких действий для того чтобы способствовать, инициировать, поощрять выдвижение любого предложения и проведению переговоров со стороны любого физического или юридического лица, помимо Инвесторов, в отношении продажи или выпуска любых акций в акционерном капитале Компании или приобретения, продажи, аренды, передачи по лицензии или другого распоряжения Компанией или существенной частью акционерного капитала или активов Компании и немедленно сообщит Инвесторам о любых запросах со стороны третьих лиц, касающихся всего вышесказанного.

Компания не раскрывает условия настоящего Предварительного соглашения каким-либо лицам, за исключением должностных лиц, членов совета директоров, бухгалтеров и юристов Компании, без письменного согласия Инвесторов.

Расходы: (Expenses)

Юрист Компании составляет документы для заключения сделки.

Компания оплачивает все юридические и административные расходы по финансированию в момент Завершения, включая обоснованные вознаграждение и расходы за услуги юриста Инвестора, размер которых не должен превышать \$50 000 долл. США, за исключением случаев, когда сделка не заключается потому, что Инвесторы отзывают свои обязательства без каких-либо оснований для этого.

Страхование на случай смерти одного из учредителей: (Key man insurance)

В течение одной недели с момента Завершения Компания заключит и будет поддерживать в действии договор страхования жизни Учредителя на сумму не менее 5 млн. долл. США в пользу Компании.

Другие договоры: (Other Agreements)

Все соглашения, подготовленные с целью осуществления данного финансирования, должны содержать остальные стандартные и обычные положения.

Окончательные соглашения составляются консультантом Инвесторов.

В соответствии с намерениями сторон настоящее Предварительное соглашение не носит обязательного характера.