

Ликвидационная оговорка (liquidation clause)

Понятие ликвидации венчурной компании

В венчурных финансах инвесторы часто исходят из предположения, что успешная компания в итоге должна выйти на IPO, то есть продать свои акции на бирже. В этот момент доля венчурных инвесторов конвертируется в обыкновенные акции, и он может либо продать их, либо сохранить, но уже в качестве ликвидных рыночных бумаг, а не в виде частного вложения в капитал.

В большинстве случаев любое другое завершение инвестиций рассматривается как ликвидация: то есть ликвидацией будет считаться не только провал проекта и прекращение бизнеса, но и продажа компании другому частному инвестору или ее присоединение к корпорации.

Для такого случая в контракте выпуска конвертируемых привилегированных акций, под которые привлекаются деньги венчурного инвестора, предусмотрены несколько специальный оговорок.

Ликвидационная оговорка (liquidation clause) устанавливает, что в случае ликвидации компании венчурный инвестор получает сумму, равную начальному вложению, умноженному на коэффициент. Этот коэффициент может находиться в интервале от 1,5 до 3, но какого-то единого правила для его начисления нет. Коэффициент может применяться только к первоначальной сумме или же к ней сначала прибавляются накопленные проценты по ставке привилегированных акций.

В случае обычных привилегированных акций сумма, полученная инвестором по ликвидационной оговорке, является полной суммой причитающихся ему выплат. Если же инвестор получил **«участвующие» (participating) акции**, то после получения описанной выше выплаты он еще и сохраняет право на свою долю в капитале компании. Это делает его выплаты еще более значительными.

Влияние ликвидационной оговорки на оценку

Наличие ликвидационной оговорки может существенно влиять на то, как будут распределяться денежные выплаты от бизнеса, поэтому в венчурных проектах базовая оценка компании может не совсем верно отражать привлекательность финансирования.

Рассмотрим такой пример. Венчурный проект нуждается в привлечении 10 млн руб. для развития бизнеса и ведет переговоры с двумя венчурными инвесторами. Первый инвестор оценивает компанию в 50 млн руб. (это оценка post-money) и готов вложить требуемую сумму в обмен на 20% капитала. Второй оценивает ее вдвое ниже, на уровне 25 млн руб. и за свои вложения требует 40% капитала. На первый взгляд все достаточно очевидно, и для предпринимателя намного привлекательнее работать с первым инвестором.

Что если в первом случае инвестор предлагает участвующие конвертируемые привилегированные акции с ликвидационным коэффициентом 3, а во втором случае ликвидационной оговорки нет?

Давайте предположим, что компанию ждал умеренный, но всё же успех. Бизнес развивался, хотя и не так серьезно, как хотелось бы, и через три года компанию продали корпоративному инвестору за 100 млн руб.

В случае со вторым инвестором его доля составит примерно столько же, сколько он запросил при вхождении в бизнес. Единственное изменение — надо рассчитаться с ним по начисленным на его акции процентам, и итоговые платежи будут выглядеть так:

Оценка всей компании	25 000		100 000	
Процентная ставка		10%	10%	10%
Сумма вклада	10 000	11 000	12 100	13 310
Доля	40%			
Коэф. ликвидации	0			
Ликвидационная выплата				0
Участие в остатке				43 310
Итого инвестор получит				43 310
				43%

Однако в случае с первым инвестором вступает в действие ликвидационная оговорка, и его доля в поступлениях от продажи бизнеса оказывается намного выше:

Оценка всей компании	50 000		100 000	
Процентная ставка		10%	10%	10%
Сумма вклада	10 000	11 000	12 100	13 310
Доля	20%			
Коэф. ликвидации	3			
Ликвидационная выплата				39 930
Участие в остатке				12 014
Итого инвестор получит				51 944
				52%

Инвестор, который вроде бы соглашался на меньшую долю, в итоге забирает себе больше половины стоимости компании. Но еще неожиданнее может выглядеть результат если проект пошел менее удачно, и за три года стоимость компании немного снизилась — ее удалось продать за 40 млн руб. В этом случае 100% всех поступлений причитаются инвестору, который в свое время согласился получить всего 20% в капитале компании.