

17

Фінансування підприємств: анатомія прихованого ринку

Роберт Дж. Гастон

Неофіційні ринки ризикового капіталу

Перспектива

Виділення ризикового капіталу – це, мабуть, найслабше місце стратегії економічного розвитку на основі підприємницької діяльності. Доступ підприємця до цього капіталу – єдина найсуттєвіша перешкода на шляху до початку власної справи та її розвитку. Фінансові аналітики постійно наводять недостатнє фінансування як основну причину провалу чи застою справи. Коли вичерпуються особисті та сімейні кошти, підприємці стикаються з проблемою збору ризикового капіталу ззовні. Завдання складне, позаяк більшість нових фірм та фірм, що розростаються, не відповідають суворим вимогам спеціалістів, які надають ризиковий капітал, державних акціонерних чи комерційних ринків. Єдине джерело фінансування для більшості фірм, яке залишається, – це неофіційний фінансовий ринок. Оскільки у цьому секторі ринку ризикового капіталу немає офіційних (оплачуваних) посередників, то підприємець змушений шукати кошти безпосередньо (неофіційно) в індивідуальних інвесторів. Неофіційні постачальники ризикового капіталу, – це неофіційні інвестори; я називаю їх «бізнес-ангелами» чи просто «ангелами». Неофіційні фінансові ринки – найважливіше, але найнезрозуміліше джерело

ПРИМІТКА АВТОРА. Автор вдячний за підтримку Адвокатському офісу, Управлінню у справах малого підприємництва США. Твердження та висновки – авторські, і не обов'язково відображають погляди уряду США чи Управління у справах малого підприємництва.

ризикового капіталу. Вони важливі, позаяк це найбільше з усіх зовнішніх джерел ризикового капіталу для малих фірм, але їх найгірше розуміють, оскільки бізнес-ангели бувають різними, а часто вони розпорошені та невловимі.

Державні акціонерні ринки та ринки професійного стартового капіталу порівняно легко зрозуміти, тож вони відповідно ефективно спрацьовують. На відміну від них, неофіційні акціонерні ринки, по суті, анонімні. Інші форми ризикового капіталу не часто є прямим замінником неофіційного ризикового капіталу, якому виділено окремий сегмент ринку ризикового капіталу. Це сектор, який фінансує фірми на початкових етапах розвитку чи розростання, – фірми, які надто малі для професійного ризикового капіталу чи уваги з боку державного ринку і надто ризиковані для комерційних банків.

У цьому розділі розглядають нові дані, взяті з досвіду, щоб дати конкретні відповіді на запитання, які повинні знати підприємці, перш ніж братися за цей сегмент фінансового ринку – а саме:

Хто такі бізнес-ангели?

Як їх знайти?

Чого ангели хочуть від підприємців?

Як укладати угоди про неофіційні інвестиції?

Що часто зриває угоди?

Відповіді на ці питання ґрунтуються на першому оглядовому дослідженні успішності ринків ангелів у всій країні. Цей список успіхів складений на підставі спільного успіху 435 ангелів та майже 900 реальних угод підприємців.

Дані з неофіційного ринку взято з багатоетапного випадкового відбору 240 тисяч фірм Сполучених Штатів, на основі якого з'явилося 435 до кінця заповнених анкет від кваліфікованих активних інвесторів. Дослідження у всій країні фінансувало Управління у справах малого підприємництва США. Усі респонденти дали відповіді на анкету з 52-х пунктів, складену за період від початку 1985 до 1987 року. В анкеті йшлося про особистий досвід інвесторів, нещодавно отриманий досвід неофіційних капіталовкладень (1982-1987), вимоги до норми прибутку та обороту та плани щодо інвестицій у майбутньому. Кожний ангел зробив за попередні 36 місяців щонайменше одне неофіційне ка-

піталовкладення, що в сумі становить майже 900 окремих капіталовкладень на загальну суму понад 60 мільйонів доларів. Детальний опис дослідження можна знайти у Гастона та Белла (Gaston and Bell, 1988). Повний опис ринку, а також аналіз для загалу, вміщений у Гастона (Gaston, 1989a).

Основне повідомлення, яке з'явилося на підставі нової інформації, таке: неофіційний ринок капіталу різноманітний і на ньому легко уживається багато різних ангелів, підприємців та бізнес-пропозицій. Даючи відповіді на згадані запитання, ми розглянемо прототипи ангелів, успішних підприємців та їхні угоди. Ще важливіше те, що ми дослідимо деякі найважливіші можливості на ринку, які приховані за цими прототипами. Саме вони і допомагають вибудувати реальну історію успіху на неофіційному ринку.

Подані тут описові дані дають змогу нам по-новому зрозуміти, як малі фірми отримують ризиковий капітал ззовні. Читачі, які очікують фінансового аналізу на вищому рівні, будуть розчаровані; я не пропоную жодних теорій чи причинново-наслідкових моделей. Натомість наголошую на реальному описі роботи цього ринку, позаяк саме у цьому невідомому процесі нам найбільше потрібно розібратися. Тому нам доведеться відкинути багато мітів про ангелів, поширених у сфері фінансування.

Розпочинається цей розділ із короткого огляду неофіційних ринків капіталу. Далі увага переміщується на узагальнений опис фінансових ангелів, до того ж увага акцентується на їх розмаїтті. У наступній частині йдеться про те, як розшукати ангелів і на які інформаційні джерела вони покладаються. Далі розглянемо запитання: «Чого хочуть від підприємців ангели?». Там ми проводимо дослідження ринкових вимог до бізнес-планів, інформації про головні рішення та шанси підприємців на успіх залежно від розмірів фірми, етапу розвитку та сфери діяльності. Далі вводиться прототип інвестиційної угоди, до того ж наголошується на шансах на успіх залежно від розміру інвестицій, ризикованості, контролю за акціями, обороту від капіталовкладень та інших чинників. В останній частині подано дев'ять основних причин, чому серйозно продумані та виважені пропозиції можуть закінчитися невдало.

Сегмент неофіційного ринку

Ринки акціонерного капіталу можна для зручності поділити на три основні сегменти: державні ринки акцій, професійні ринки ризикового капіталу та неофіційні ринки капіталу. Два перші сегменти легко відділити від неофіційних ринків, оскільки їх організують оплачувані посередники – на відміну від неофіційних ринків, де для проведення операцій немає ні оплачуваних брокерів, ні якихось інших посередників. Приватні інвестори постачають акціонерний капітал безпосередньо фірмі. Далі ми розглянемо кілька найсуттєвіших відмінностей, які характеризують неофіційні ринки капіталу.

Найбільший постачальник ризикового капіталу ззовні. Підраховано, що щороку 720 тисяч ангелів США вкладають майже 490 тисяч особистих інвестицій у 87 тисяч підприємств (Gaston, 1989 в; Gaston and Bell, 1989: chap. 5). Загальна сума ризикового капіталу, що переходить з одних рук у інші, становить 56 мільярдів доларів. З цієї загальної суми майже 33 мільярдів доларів – це акції, а 23 мільярди доларів – це позики чи гарантії. Залежно від рівня ринкової діяльності загальна сума від 56 мільярдів доларів може доходити до 100 мільярдів доларів чи опускатися до позначки 27 мільярдів доларів. Інвестори стверджують, що хочуть інвестувати мільярдів на 20 більше, ніж дозволяє перебіг угоди. Відповідно щорічна сума неофіційного ризикового капіталу становить майже 76 мільярдів доларів. Завдяки такому обсягові неофіційні ринки стають єдиним джерелом зовнішніх надходжень ризикового капіталу для заснування власної справи та розширення підприємства. Професійні фірми ризикового капіталу відстають з коефіцієнтом 13 стосовно вкладених сум і з коефіцієнтом 40, коли йдеться про кількість фірм, у які вкладають кошти (U.S. Congress, 1984). Далеко позаду на третьому місці знаходяться державні ринки. Окрім того, неофіційні інвестори – це, по суті, єдине джерело зовнішнього ризикового капіталу за межами головних фінансових центрів.

Місцеві ринки. Офіційні ринки капіталу діють на рівні регіону, держави чи світу, розміщуючись у відомих фінансових центрах. На відміну від них неофіційні ринки – місцеві. Ангели, зазвичай, вкладають кошти не далі, ніж за 150 миль від дому, а 70% – у межах 50 миль. На щастя для підприємців, інвестори є майже на кожному кроці.

Надлишок пропозиції капіталу. Попри розмови, що ризикового капіталу не вистачає, інвестори не можуть знайти достатньо підприємств для здійснення капіталовкладень. Невидимі ринки, на які потрапляють окремі підприємці, зумовили появу традиційної думки, що існує брак капіталу на розвиток малого бізнесу. Це не так. Більшість інвесторів (54%) стверджує, що хотіли б інвестувати більше, ніж змогли. Надлишок коштів в середньому становить 35% реального фінансового потоку. Прогалина, вочевидь, існує не тому, що бракує капіталу, а у неспроможності підприємців та інвесторів знайти один одного, провести переговори і дійти до згоди.

Брак організованості. У реальному світі немає Валразійського авкціоніста, який би зводив до купи пропозиції та заявки (попит). Ще гірше те, що критерії неофіційного ринку нечіткі. Немає оплачуваних посередників, позаяк поки що ніхто ще не визначив, як вони повинні діяти, але вже проводять деякі експерименти (Gaston, 1989a). Підприємці та ангели діють за випадковим принципом «знайди сам», коли обидві сторони блукають у темряві в пошуках одна одної.

Поєднання акціонерного та залученого капіталу. Фінансові потреби підприємців не обмежуються лише акціонерним чи залученим капіталом. Часто фінансові потреби малих фірм змінюються стосовно видів капіталу та сум. Ті, хто постачає їм капітал, мають так само швидко реагувати на зміну потреб. Більшість офіційних ринків поділена на окремі сегменти акціонерного чи залученого капіталу. Традиційна політика не заохочує рецепцію позик від тих, хто надає ризиковий капітал, а законні обмеження поділяють державні ринки на окремі сегменти акціонерного капіталу (біржі) та залученого капіталу (заставні). На цей момент комерційні банки надають кошти в кредит (хоча це не ризиковий капітал) і не можуть законно надавати акціонерні фонди. Натомість неофіційні інвестори усе це роблять. Майже дев'ять із десяти (86%) неофіційних інвесторів додають до своїх акціонерних ставок особисті позики та гарантії, збільшуючи свої вкладення на 57%.

Інші відмінності. Низка не таких різючих відмінностей також існує між неофіційними ринками і, зокрема, професійними фірмами, які надають ризиковий капітал. Ці відмінності виявля-

ються в угодах, які приваблюють ангелів, але виглядають непривабливо для фахівців. Існує тенденція, що ангели вкладають кошти у ризиковані справи, які перебувають на початковому етапі розвитку (70% – це фірми, яким менше року). Вони вкладають у менших кількостях (в середньому 176 тисяч доларів на фірму) і не настільки часто (одна справа за вісімнадцять місяців). Ангели майже завжди вкладають кошти разом з іншими приватними особами у фінансування більших операцій, щоб поділити ризик. Вони здебільшого терплячіші (період вкладення капіталу довший), ніж фірми, що надають ризиковий капітал. Отож ангели можуть взятися за компанії з обмеженими перспективами на пропозиції від державних бірж чи злиття з більшою фірмою. І нарешті, ангели можуть керуватися нефінансовими критеріями. Однак ангели не є винятком у ринковому дослідженні. Усі сегменти ринку капіталу поділяють все більше і більше занепокоєння за здоровість планів, якість керівництва та перспективу отримання винагород, які відповідають рівню ризику.

Портрет ангела

Не легко встановити прототип ангела, оскільки ангели бувають різні і всі вони не прості. Наше розуміння роботи ангелів починається із огляду, поданого у таблиці 17.1. Кожна вказана тут риса ангела репрезентує або більшість, або принаймні середнього ангела. Такий огляд корисний, позаяк він підсумовує найпоширеніші риси активних ангелів.

Типовий ангел

Попри свою поширеність, ангели здебільшого не нагадують звичайних людей, хіба що вони також дуже різноманітні. Небезпечно намагатися узагальнювати з досвіду окремих індивідів настільки різних як ангели, якщо це призведе до надмірного спрощення та наголошення на складових. Ризик тут прийнятний, якщо стріла індивідуального досвіду ангела вказує у бік якихось традиційних та корисних ринкових зразків. Саме ці зразки і подано у таблиці 17.1. Однак настільки ж важливо оцінити реальні ринкові шанси, які стоять за деякими найважливішими ознака-

Таблиця 17.1. Прототип ангела (середній представник у Сполучених Штатах)

Основне заняття – власник-менеджер: 85%
Має особистий підприємницький досвід: 83%
47-річний ^a
Білий: 84%
Ступінь освіти у коледжі (72%), у підприємництві (44%) чи техніці (19%)
Річний сімейний дохід 90 тисяч доларів
Власний капітал 750 тисяч доларів
Робить капіталовкладення щовісімнадцять місяців і має неофіційний портфель трьох-чотирьох фірм
Відкидає угоди переважно через недостатність потенціалу для зростання
Задоволений попередніми інвестиціями: (72%)
Має ще двох інвесторів на угоду ^a
Мінімальний річний рівень прибутку неофіційного портфеля становить 22%
Діє з портфелем як консультант (25%), член правління (15%) чи працівник (39%)
Не прагне отримати контроль над голосами: 55%
Хоче інвестувати на 35% більше, ніж дозволяє нагода: 54%

a. Середня вартість (у половини – вища, а у половини – нижча).

ми прототипу. У дослідженні цих шансів постійно з'являється нерозглянута ще тема: ангели різноманітні – вони не приходять у чистих однакових пакунках, і вони задовольняють низку ринкових потреб.

Зазвичай інвестор – це власник-менеджер з особистим підприємницьким досвідом. Це білий чоловік, 45-55-ти років з освітою рівня коледжа і ступенем у підприємстві чи техніці. У нього високий дохід – майже 90 тисяч доларів на рік, проте він не мільйонер. Його капітал в середньому становить 750 тисяч доларів. Кожні вісімнадцять місяців ангел додає до свого середнього неофіційного портфеля, у якому три з половиною фірми, одну угоду. У співвідношенні майже 3:1 ці інвестиції відповідають початковим очікуванням ангелів або й перевищують їх. Зазвичай у нього на кожну угоду є дві особи, разом з якими він вкладає кошти. Найголовніша причина відмови серйозно зваженій пропозиції – недостатність потенціалу для зростання.

Мета капіталовкладень для ангела – це щонайменше 22-відсотковий щорічний рівень прибутку (РП). Окрім грошей, неофіційний інвестор зазвичай вкладає час та власний досвід. Він

активно підключається до операцій компанії, як консультант, а часто як член правління або працівник. Переважно ціллю капіталовкладень ангелів не є здобуття контролю над фірмою. Більшість ангелів не може інвестувати стільки грошей, скільки потрібно.

Розмаїття ангелів

Опис середнього ангела викликає не менше запитань, ніж дає відповідей. На деякі, хоча й не на всі ці запитання, можна відповісти вже. Все ще бракує деякої важливої інформації. Зараз ми розглянемо деякі важливі ринкові можливості, які стоять за характерними рисами ангелів.

Професія. Один із найліпших шляхів ідентифікації конкретної особи – це визначення за професією; це суттєво обмежує коло пошуків. Побутує думка, що збір капіталу від окремих осіб часто зводиться до візитів до «лікарів та юристів». Отож тепер можна спростувати ще одну поширену думку. Ангели – це, здебільшого, власники та менеджери. Типовий ангел – це не просто бізнесмен, який допомагає іншим бізнесменам. Він ще й досвідчений підприємець (у 83% випадків). Проте не всі ангели належать до цієї категорії власника-менеджера. Відсоткове співвідношення ангелів із різних фахових груп таке:

Власники/менеджери/адміністратори, 85%
Фізики, юристи та інші фахівці, 9%
Фахівці з питань науки та техніки, 4%
Усі інші професії, 2%

Отож очевидно, що більшість ангелів оперує в межах економічної спільноти. Ангели ж, які перебувають за межами економічного регіону, становлять невелике, проте важливе джерело ризикового капіталу.

Дохід та багатство. Ангели отримують високі доходи – 90 тисяч доларів на рік – однак мало хто з них може похвалитися дуже високими доходами. Відсоткове відношення ангелів за сімейним доходом таке:

До 40 тисяч доларів, 10%
40 тисяч доларів – 99999 доларів, 54%
100 тисяч доларів – 199999 доларів, 23%
200 тисяч доларів і більше, 13%

Зникає ще один міт, адже ангелами рідко бувають мільйонери. «Татусь Ворбакс» – це не те місце, де містяться всі гроші. У середньому вартість майна ангела становить 750 тисяч доларів, а у двох із трьох ангелів вона становить менше мільйона доларів. Незважаючи на це, суттєву меншість таки становлять ангели-мільйонери (37%).

Шанси на успіх. Загалом існує небагато шансів того, що будь-яку пропозицію, що подають будь-якому ангелові, профінансують, однак шансів все одно більше, ніж якщо спробувати подати прохання на якісь інші сегменти ринку. Ангели розглянули в середньому дев'ять пропозицій за три роки. Із цієї кількості вони серйозно зважили десь зо три пропозиції, а здійснили капіталовкладення, по суті, лише в одну. Якщо порівняти ці результати із шансами 1:100 при зверненні до фахівців з питань надання ризикового капіталу, то ангели видаються ще надзвичайно щедрими.

Вибір переможців. Наскільки добре вміють ангели обирати підприємців на своєму шляхові до успіху? Здається, у цьому вони дуже добре розбираються, попри ризикованість та непевність малих підприємств. Майже три із чотирьох ангелів (72%) повідомило, що діяльність обраних підприємств-фірм відповідала чи навіть перевищила їхні початкові сподівання. Ангели як група – це давня група інвесторів, їм не підсунеш бізнес-плани з рожевою перспективою. Мабуть, це також частково пояснює те, що вимагають вони порівняно невисокого рівня прибутків.

Ангели чи родичі? Якщо йдеться про неофіційне фінансування, то яку роль відіграють ангели у діяльності фірм? Гроші від ангела надходять у безпосередньому зв'язку із самим ангелом. Саме тому вони часто відіграють важливу роль у діяльності фірм. Пасивним акціонером є лише один із п'яти ангелів. Решта чотири із п'яти інвесторів розподіляють свою участь, залежно від потреб, між наданням консультацій, членством у правлінні та безпосередньою роботою. Значення ангела може виявитися мечем із двостороннім лезом. Деякі підприємці, можливо, розглядають це як всього лиш втручання, інші ж вдячні отримати пораду від досвідченої людини і допомогу, де тільки можуть. Відсоткове співвідношення ангелів за типом їхньої участі таке:

Бездіяльність; обмеження традиційним утриманням акцій, 17%
Представництво у правлінні директорів, 15%
Надання консультацій у випадку потреби, 29%
Зайнятість на фірмі (22% – не на повну зайнятість), 39%

Як знайти ангела

Де знаходяться ангели і як вони дізнаються про підприємців? Щороку ангели Сполучених Штатів розглядають майже 2,1 мільйона пропозицій про інвестиції. Серйозно вони зважують десь 740 тисяч пропозицій, відхиляють 250 тисяч і врешті-решт виділяють фінансування на 490 тисяч угод із 87 тисячами підприємців (Gaston, 1989a). Для розгляду такої кількості заявок потрібний обмін інформацією у гігантських розмірах. На жаль, гіганти кульгаві, сліпі й недоумкуваті. Не можна сказати, що вони існують поза принципом випадковості, характерним і для підприємців, і для ангелів. З погляду підприємця, весь процес підбору заявок нагадує гру навмання «Знайдіть ангелу угоду», де усі постійно рухаються із зав'язаними очима. Попри це, інформація про інвестиції поширюється між підприємцями й ангелами, і не має значення, наскільки ефективно і яким коштом це робиться.

Територіальне розміщення ангелів

Ангели здійснюють капіталовкладення у місцях свого проживання, а проживають вони у всіх куточках країни. Вони не збираються групами у найбільших фінансових центрах поблизу великих міських територій. Вони розпорошені на всій території Сполучених Штатів. По суті, найліпше розміри місцевого штату ангелів можна передбачити за чисельністю місцевого дорослого населення. На тисячу осіб дорослого населення, вибраних навмання, припадає майже 4 ангели. Дослідження доводять, що такі пропорції доволі стабільні незалежно від того, наскільки чисельне місцеве населення. Таке порівняно однорідне розселення ангелів серед населення – не дивина, адже майже 94% усіх ангелів – це місцеві бізнесмени та фахівці.

Дилема Дороті із «Чарівника країни Оз» – це питання, де шукати щастя. Більше для підприємців такої непевності не існує. Ангели розв'язали питання, де його шукати, рідко (у 7% випадків)

інвестуючи далі, ніж за 150 миль від дому чи офісу. Капітал ангелів навіть більш доморощений, ніж це передбачає стоп'ятдесятимильне обмеження: 40% угод укладають у межах 10 миль. Географічна перспектива стверджує, що капітал далеко не мандрує і що ринки ангелів регіональні.

Інформаційні джерела ангелів

Нічого не станеться, доки ангели не дізнаються про підприємця. Як же ангели про них дізнаються? До яких джерел інформації вони найчастіше звертаються і які з них вважають найнадійнішими? Ми опитали 435 респондентів, і їхні відповіді були дуже чіткими. Як найнадійніше джерело інформації про інвестиційні можливості, до якого звертаються найчастіше – друзі та колеги по бізнесу. На другому місці – інформація, отримана безпосередньо від самих підприємців. Усі інші канали позначили як «джерело, до якого рідко звертаються». Ангелів попросили розташувати за порядком відносно частоту використання інформаційних джерел:

<i>Інформаційні джерела</i>	<i>Індекс частоти</i>
Колеги по бізнесу	100
Друзі	92
Підприємці	76
Інвестиційні банкіри	65
Інвестиційні/бізнес-брокери	61
Інші	56

Звідси запрошується такий висновок для підприємців: звертайтеся до ангелів через їхніх друзів та колег, однак, не вагаючись, спробуйте налагоджувати і прямі контакти.

Комп'ютерні послуги з підбору заявок

Інформаційні мережі, які діють за принципом випадковості серед друзів та колег ангелів, не дуже ефективні, про що свідчить і те, що ангели хотіли би вкладати більше інвестицій, ніж дозволяють справи. Така потреба зумовила розвиток послуг

Таблиця 17.2. Успішні підприємці та їхні фірми (середня фірма у США)

177 000 доларів загального фінансування ангелів (акції та кредити) ^a
112 500 доларів, отриманих в акціях, і 64 200 доларів, додатково отриманих у гарантіях/позиках ^a
Підприємець – білий чоловік віком 25-35 років: 79%
Фірми-виробники (всі типи) – це найбільший магнет для угод ангелів: 26%
0-9 працівників у період вкладення інвестицій: 74%
Початковий чи зародковий етап розвитку фірми: 69%
Має добре продуманий бізнес-план: 62%

a. Середня вартість (у половини – більша, у половини – менша).

з підбору заявок між ангелом та підприємцем за допомогою комп'ютера. Більшість послуг діє за таким самим принципом, і створено їх для доповнення невидимої мережі, а не для її заміщення. Нині у Сполучених Штатах уже діє понад два десятки таких послуг з підбору. Методи роботи послуг з підбору наголошують на важливості дотримання повної конфіденційності та опори на невеликі фіксовані норми оплати за прибуток. Повну конфіденційність забезпечують передові технології розгляду. За послуги і з ангелів, і з підприємців, збирають невелику плату. Ті, хто бажає отримати такі послуги заповнюють порівняно просту анкету на три-чотири сторінки, в якій викладають свої інвестиційні зацікавлення чи підприємницькі плани. Анкета допомагає створити базу даних і відкинути прохачів. Належно заповнені анкети вводять у комп'ютер, і тоді розпочинається двоетапний анонімний процес підбору. Спершу комп'ютер підшукує серед своїх ангелів-підписувачів такі плюси, які підходять цій категорії підприємців. Далі ангелу пересилають короткий огляд плану підприємця. На цьому етапі ангел, який зацікавиться справою, може попросити більше інформації. Конфіденційності дотримуються доти, доки ангел не висловить бажання особисто зустрітися з підприємцем: тоді кожному повідомляють імена та адреси іншого. На цьому і закінчують послуги з підбору, а далі – безпосередні переговори. Те, що відбувається після зустрічі, – справа конкретного ангела та підприємця. Остаточний успіх послуг з підбору визначає ринок і у цій книжці він залишається під питанням.

Послуги з підбору часто фінансують протягом початкового етапу розвитку всілякими грантами від торгово-промислової па-

лати, приватних комітетів економічного розвитку, державних та інших організацій, які зацікавлені у місцевому економічному розвитку. Недоліком, який впливає із такого фінансування, часто стає територіальне обмеження послуг до невеликого регіону чи щонайбільше одного штату, що перешкоджає пошуку капіталу.

Важливо також знати, чого не роблять за допомогою послуг з підбору. Вони не мають коштів, вони лише організують знайомства, а не оцінюють заявки і не рекомендують здійснювати капіталовкладення. Отож, вони не конкурують із банками, фахівцями з питань надання ризикового капіталу, інвестиційними брокерами, Керуванням у справах малого підприємництва чи будь-якою іншою організацією. Послуги визнають, що багатьом підприємцям потрібна допомога у плануванні і, зазвичай рекомендують джерела такої допомоги. Елемент конфіденційності та перевірки прохача передбачає, що послуги з підбору не можна використовувати як джерело перевірок клієнтів з боку продавців чи будь-кого іншого.

Що потрібно ангелам від підприємців?

Реальна характеристика успішних підприємців найчіткіше показує, що потрібно від них ангелам. Їх риси подані у таблиці 17.2. Єдиний спільний досвід усіх змодельованих підприємців – це те, що усі вони – переможці. Кожний із них отримав ризиковий капітал від того чи іншого ангела. Успіху може досягти підприємець будь-якої категорії завдяки різноманітності інвестиційних цілей та поведінки ангелів. По суті, будь-який вдалий бізнес-план може одержати підтримку ангела. Однак деякі якості підприємців усе ж більше приваблюють ангелів. Яка ж картина успіху постає з таблиці 17.2?

Одне слово, найчастіше у Сполучених Штатах успіху таки досягають білі чоловіки віком 25-35 років, які отримують ризиковий капітал для малих фірм-виробників. Зазвичай, вершина їх успіху – це 177 тисяч доларів у акціях і залученому капіталі, що надає група із трьох ангелів, які живуть у межах години їзди. Акціонерний капітал становить майже 112 тисяч доларів від загальної суми інвестованого ризикового капіталу, а решта надходить у вигляді позик чи гарантій ангелів. Підприємці, які до-

Таблиця 17.3. Зміст інвестиційної інформації та її відносна важливість (середній показник у Сполучених Штатах)

<i>Порядок</i>	<i>Опис змісту</i>	<i>Показник важливості^a</i>
1	Чіткий опис запропонованого фінансування, потрібного від початку до становлення	100
2	Маркетингові плани, разом із тими сегментами ринку, які шукає чи контролює компанія, дані про обсяги ринку та його характеристика, теперішній і потенційний стан (етап) конкуренції на ринку та майбутня ринкова стратегія	100
3	Підсумковий звіт про мету та цілі підприємства	92
4	Історія фірми, фінансові звіти та дані про найважливіших працівників (резюме)	80
5	Чіткий опис технічних аспектів запропонованого проєкту	67
6	Безпосередні особисті знання про фірму чи найважливіших працівників	67
7	Імена основних постачальників та покупців	52

^a 100 = найважливіше

сягли успіху, не знехтували паперовою роботою, приготувавши добре виважені бізнес-плани.

Середній підприємець – це також дуже несхожі між собою люди, які йшли до успіху за допомогою фінансування ангелів, однак різними шляхами. На кожний пункт опису є суттєві винятки. Така різноманітність, як ми побачимо далі, важлива для успіху.

Інформація, на яку покладаються ангели

«Завжди готуйте добре продуманий бізнес-план» – ось добра порада. Традиційне «обов'язково потрібно це зробити» лише частина того, що ангели хочуть отримати як факти про ключові рішення. Ще одну частину становить інформація, яка з'являється на основі дискусій під час зустрічей та сумлінно проведених досліджень.

Вимоги до бізнес-плану. Наскільки часто ангели вимагають добре продуманого бізнес-плану ще до прийняття власного

рішення про капіталовкладення? Часто, проте не настільки часто як вважається. Ангелів попросили вказати відсоток їхніх справ, у яких вони вимагали представлення добре продуманого бізнес-плану ще до рішення про капіталовкладення. Двоє із трьох ангелів вимагають такого планування та представлення документації. Решта ангелів теж часто вимагають представлення таких планів.

Вимоги до інформації, потрібної, щоб ухвалити рішення. Що ангели найбільше хочуть знати і наскільки важливою є кожна інформація? Звісно ж, у кожного ангела є список та перелік фактів, які йому потрібні. Загальний опис фактів, які зазвичай потрібні ангелам, подано у таблиці 17.3, де вказані інформаційні вимоги ангела та індекс відносної важливості кожного типу інформації. Опис говорить сам за себе.

Жодний із описів інформації, поданих у таблиці 17.3, нікого не повинен здивувати, однак важливою є інформація, подана в такому порядку.

Варто зазначити, що пункт 6 займає порівняно низьку позицію за рівнем важливості, однак коли йдеться про причини зриву серйозних угод, він виходить на перше місце. Його низька позиція не означає, що він не важливий. Бажання ангелів особисто пізнати підприємців виходить далеко за межі резюме та рекомендацій.

Може з'ясуватися, що підприємцям найважче задовільнити саме цю вимогу – особисте знайомство, позаяк його нелегко досягти чи документально підтвердити, тож це найчастіше стає на перешкоді укладанню угод. Інформаційні вимоги, перелічені у таблиці 17.3, не вичерпують усіх можливостей, які можуть бути важливими в укладанні будь-якої конкретної угоди; це лише для початку.

Фірми успішних підприємців

Фірми, яким потрібні кошти, не однаково приваблюють усіх ангелів. У цьому підрозділі ми розглянемо, як ангели розподіляють свій ризиковий капітал серед низки фірм різних розмірів та з різних сфер діяльності, які перебувають на різних етапах розвитку.

Розміри фірм. Ангели вкладають майже шість із кожних десяти доларів у дуже малі фірми (де менше ніж чотири працівники). Майже 90% вкладають у фірми, що налічують менше ніж двадцять працівників. Сильний ефект дії дуже малих фірм узгоджується

Таблиця 17.4. Вкладення ризикового капіталу на ранній стадії проєкту за галузями

<i>Галузь</i>	<i>Відсоткове відношення реальних угод</i>
Природні ресурси/гірничя промисловість	5
Будівництво	9
Виробництво – сучасна техніка	10
Виробництво – промислові товари	9
Виробництво – споживчі товари	6
Транспортування, зв'язок, комунальні послуги	2
Оптова торгівля	6
Роздрібна торгівля	14
Фінансування/страхування/нерухомість	17
Обслуговування	19
Інше	3

ПРИМІТКА. N=898

із чітко вираженою прихильністю ангелів до фірм, які перебувають на початковому чи зародковому етапі розвитку.

Етап розвитку фірми. Більшість фірм розростається протягом кількох етапів розвитку, які по-різному сприймають ангели. Немає загальних порад щодо подання найліпшої характеристики про етапи розвитку фірми, однак набір етапів, на які відгукнулися опитані ангели, та їх інвестиційний вплив виявилися такими:

Початківці (56%): підприємства на етапі появи ідеї чи в процесі створення. На цьому етапі не може бути офіційного фінансування.

Зародковий етап (13%): фірми, які, можливо, зараз втрачають кошти, але у яких є потенціал, щоб протягом одного-трьох років отримати хороші прибутки.

Молоді фірми (11%): фірми, які все ще укладають свій послужний список і сподіваються увійти у смугу швидкого та успішного розростання.

Визначені фірми (20%): малі, прибуткові фірми, які розвиваються достатньо швидко, щоб профінансувати їх зростання з отриманих прибутків.

Таблиця 17.5. Прототип угоди (середнє для США)

37500 доларів в акціях на одного інвестора ^a
21400 доларів у вигляді позик та гарантій ангела ^a
37% право голосу переходить до інвестора ^a
Контроль більшості переходить до ангела на 27%
Ангел очікує 27% середньорічного прибутку
Ангел зазвичай очікує 30% ризику втрати капіталу
79% угоди використовують звичайні акції чи відсотки від акцій партнерства
Межа продажу акцій за готівку – чотири роки
Внутрішній викуп вказано у 50% усіх угод

а. Середня кількість (у половини – більша, у половини – менша)

Усі чотири етапи охоплюють економічне зростання і всі вони однозначно приваблюють ангелів. Ангели стверджують, що безперечно надають перевагу фірмам-початківцям, однак інвестиції свої розподіляють серед фірм, що перебувають на різних етапах розвитку. Реальний результат – це взаємна гра переваг та можливостей.

Порядок важливості галузей. На відміну від поширених уявлень, ангели розшукують не лише фірми, які виробляють сучасну техніку. Співвідношення реальних угод, подане у таблиці 17.4, доводить, що сучасна техніка представлена потужно і непропорційно стосовно інших галузей, однак її перевершили фірми, які займаються фінансуванням, страхуванням, нерухомістю та роздрібною торгівлею. Якщо підсумувати результати усіх фірм-виробників, то вони і є основним реципієнтом коштів ангелів. Інтереси ангелів різноманітні, а охоче вислухають пропозиції підприємців майже у кожній галузі промисловости.

Реальні угоди в реальному світі

Угоди укладають, якщо ангелам та підприємцям вдається узгодити між собою умови. За рік таке трапляється майже пів мільйона разів. Кожна угода унікальна, та все ж у більшості є ціла низка спільних головних елементів та умов. Тут підсумовано ці елементи і виведено щось середнє, досліджуються також деякі важливі

відмінності. На практиці, головні елементи супроводять численні побічні угоди, які пристосовують до спеціальних потреб індивідуальних операцій. З уваги на незначну кількість таких спеціальних побічних угод тут їх розглянути не вдасться.

Угоди між ангелами та підприємцями – це, по суті, операції, які здійснюються віч-на-віч, попри те, що зазвичай повністю фінансові потреби підприємства задовільняють три-п'ять ангелів. Це не означає, що ангели укладають угоди окремо один від одного, якраз навпаки. Думка про те, що угоду укладають між собою один ангел та один підприємець, відображає такий стан речей, що незалежно від того, як залагоджуються деталі, врешті-решт все одно саме окремий ангел особисто віддає частину свого багатства. У такому ракурсі угода – це операція між підприємцем і ангелом. Немає типової угоди як немає і типового ангела чи підприємця. Є лише найімовірніші та найтрадиційніші характеристики. Саме цю ключову структуру, визначену на підставі майже 900 угод, і подано у таблиці 17.5.

Структура угоди

Модель неофіційних інвестицій представляє сотні тисяч неофіційних угод, які реально укладають щороку. Така модель зосереджується на коштах, які переходять із рук у руки. При середній угоді від фірми до ангела переходить 58900 доларів. З цієї суми лише 37500 доларів – у формі акцій (64%), а 21400 доларів – позики та гарантії ангела (36%). Натомість ангел отримує свою частку у підприємстві, зазвичай – до 40%, і ангели сподіваються отримувати 20-30% річного прибутку від своїх інвестицій (ПВІ). Частина цих прибутків – це ніби компенсація ангелам за їхню віру у те, що традиційно рівень ризику зазнати суттєвої втрати капіталу становить 30%. Угода оформлюється через залучення акцій або відсотків від акцій партнерства як інвестиційного засобу. В інвестиційній угоді також втілюються сподівання ангела протримати інвестицію чотири-вісім років до продажу пакету акцій за готівку. Перепродаж підприємцеві чи інвесторам – це традиційний спосіб такого продажу. Хоч якою стислою може видатися така загальна модель, вона надто спрощена, якщо ми не розглянемо те розмаїття реальних подій, яке супроводжує деякі важливіші ознаки.

Ризикові суми. Очолює список елементів угоди у таблиці 17.5 основний момент: сума вкладених коштів. Окремі ангели повідомляють, що вони інвестують акціями всього лиш 250 доларів, але сума може сягати 800 тисяч на угоду. Угоди охоплюють інвестиції різних розмірів, підтверджуючи те, що для будь-яких фінансових потреб існують свої ангели. Відсоткове співвідношення угод, які укладаються, для кожного класу акціонерних сум на одного ангела таке:

- Менше 10 тисяч доларів, 21%.
- 10 тисяч – 24999 доларів, 22%.
- 25 тисяч – 49999 доларів, 21%.
- 50 тисяч – 99999 доларів, 14%.
- 100 тисяч доларів і більше, 22%.

Фінансування з боку ангела не завершується забезпеченням акціонерних сум. Майже дев'ять із десяти (86%) ангелів додають фінансової гнучкості та вкладають більше ризикового капіталу у формі особистих позик та гарантій на позику. Такі позики та гарантії дають на 57% більше зростання, ніж акціонерне фінансування. Оскільки позиками інвестора переважно керують зовнішні реципієнти, то вони стають такими ж ризиковими як акціонерні кошти і перетворюються на майже акціонерні суми.

Право голосу (частка власності). Інший бік інвестиційних сум – це сумарна частка власності чи право голосу, від яких відмовився підприємець. Під час переходу акціонерних сум з рук у руки право голосу та контроль за компанією майже завжди виявляються ключовим моментом. Таблиця 17.5 показує, що ангелів зазвичай задовільняє ситуація, коли вони володіють меншим пакетом акцій. Майже у трьох четвертих усіх операцій 50 чи менше відсотків власності переходить до ангела. Відсоткове співвідношення угод та міри контролю, який отримує ангел, таке:

- До 25% контролю, 41%.
- 25 – 50%, 32%.
- 51% чи більше, 27%.

Очікуваний ПВІ ангелів. Річний ПВІ, який реально сподівається отримати ангел, залежить від ціни акцій, обсягу пропонованої частки власності, рівня ризику втрат, альтернатив-

них варіантів ПВІ від інших угод, проектованого розростання підприємства та інших чинників. Оцінивши усі чинники, середньо-статистичний ангел у Сполучених Штатах приймає середній ПВІ – 27% на рік. Відсоткове співвідношення угод ангела до прогнозованих рівнів ПВІ таке:

До 25% ПВІ, 41%.

20-29%, 34%.

30-50%, 12%.

Понад 50%, 13%.

Знову ж стає зрозуміло: дуже високий ПВІ – не завжди потрібний для домовленості з ангелами. Особливо це стосується підприємців, яким вдається намацати одну із так званих гарячих кнопок (негрошової винагороди ангелів), зокрема це може бути особиста зацікавленість ангелів в успіху підприємства, ринок, товар чи, може, їх вболівання за регіон, позаяк інвестиції збільшують кількість робочих місць, ведуть до економічного зростання, або ж, можливо, йдеться про гуманітарний продукт (наприклад, нову медичну техніку).

Плани про вихід з угоди (ліквідацію угоди). Ангели люблять отримувати прибутки від капіталу. Більше ніж вісім із десяти (82%) під час опитування відповіли, що прагнуть отримати принаймні половину прибутків від своїх інвестицій у вигляді прибутків від приросту капіталу, незважаючи на усвідомлення податкових реформ на прибуток 1986-го року. Для реалізації своїх акціонерних прибутків інвестори мають здійснювати продаж. Отож ліквідаційні угоди – це частина понад трьох четвертих усіх угод. Найтрадиційніші плани про вихід охоплюють проблему межі ліквідації (періоду утримування акцій) та питання пріоритету купівлі в ангела. Загалом угоди планують ліквідувати через чотири роки володіння акціями (середній показник – 5,1 років). Не важко знайти справді терплячого ангела, оскільки майже половина ангелів сподіваються на період володіння акціями п'ять років чи більше (або ж термін невизначений). Широка картина очікуваних термінів угоди знову ж таки демонструє бажання ангелів задовільнити різноманітні ринкові потреби. Відсоткове співвідношення угод та очікуваних термінів володіння акціями таке:

Таблиця 17.6. Причини відмови в угодах

Порядок	Опис змісту	Показник важливості ^a
1	Шанси підприємства на розростання видалися обмеженими	100
2	Невідповідна особиста обізнаність з фірмою, її керівництвом та провідними працівниками	96
3	Керівництву фірми бракувало досвіду чи таланту, потрібних для успіху	93
4	Неправдиво виглядала задекларована вартість капіталу фірми	90
5	Незбігання цілей з довгостроковими інвестиційними цілями ангелів	74
6	Концепція розвитку справи потребувала подальшого розроблення	71
7	Брак часу для належної оцінки	71
8	Подано замало інформації	71
9	Неспроможність оцінити технічні аспекти	43

^a 100 = найважливіше

3 роки чи менше, 21%.

3-4 роки, 31%.

5-9 років, 29%.

10 чи більше років, 19%.

Лише в одній із п'яти угод не обумовлюється, у кого право першочергового викупу. У більшості угод із зазначеним правом пріоритетного викупу (64%) право першої відмови надається інсайдерам (підприємцям чи співінвесторам).

Чинники, що призводять до зриву угод

Щоб підвищити кількість успішних угод потрібно знати, коли бути обережним і яких ситуацій уникати. У всіх попередніх частинах я наголошував на позитивах успішного фінансування з боку ангелів. Зараз я зміню свій підхід: зосереджу увагу на основних причинах зриву угод ангелами, укладання яких вони серйозно зважували.

Одну із трьох серйозно зважених справ відкидають через погані результати оплати або провал переговорів стосовно умов. Невідомо, скільки угод зривають між цими двома етапами, однак ангели вказали основні причини відмови серйозним пропозиціям. Причини зриву угод показано у таблиці 17.6 поряд із показником їхньої зривної сили. Ці причини загалом говорять самі за себе. Ангели оцінювали причини власної відмови як дуже важливі, досить важливі, не дуже важливі чи неважливі. Показник у таблиці 17.6 показує відносно, наскільки часто кожен із цих причин ангели розглядають як «дуже важливий» чинник зриву серйозної угоди.

Перші чотири чинники важливіші, ніж чотири наступні. Два із перших чотирьох безпосередньо пов'язані з особистими знаннями ангела про підприємців (чи їх браком). Об'єднавши другий і третій чинник, ми можемо стверджувати, що три основні чинники зриву – це проблеми з ринком, підприємцем чи основним персоналом та ціни на акції. Такий порядок репрезентує почерговість, у якій ангел на підставі здорового глузду зважає рішення: спершу акцентують на тому, чи існує ринок, далі, чи підприємець спроможний це виконати; і вже далі дивляться на ціну.

Перелік причин відмови не слід вважати повним чи остаточним списком чинників відмови від пропозицій про капіталовкладення. Він радше є застереженням про подальший розвиток подій і путівником крізь місця, які найчастіше стають проблемними і які тепер добре відомі.

Зауваження на завершення

Мій огляд неофіційних ринків ризикового капіталу, вміщений тут, не зовсім повний; він охоплює неофіційний ринок ризикового капіталу та дані досліджень поверхово. Важливі ринкові відмінності існують між метропольними територіями Сполучених Штатів, основними промисловими групами, типами ангелів та іншими ринковими категоріями. На багато важливих питань неможливо відповісти, оскільки чимало інформації все ще залишається невідомою. Однак цей перший детальний огляд функціонування такого життєво важливого ринку відкриває нову сторінку в дослідженні.

Підприємці малих фірм-початківців досягають успіху, коли полюють за численними ангелами, які живуть поблизу, і тоді налагоджують із ними зв'язки через друзів чи колег ангелів або ж безпосередньо. До традиційних складових успіху належать також виважені письмові бізнес-плани, де взято до уваги фінансування, маркетинг, зростання обсягу продажу, провідні працівники та оцінка капіталу.

Угоди між успішними підприємцями та ангелами достатньо різноманітні, щоб задовільняти будь-які фінансові потреби початківців чи фірм, що розширюються. Обсяги інвестицій залежать передусім від того, які кошти потрібні. Реальні угоди дають не лише акціонерні суми та гнучкість «дружніх» позик чи гарантій; вони також активно допомагають, залучаючи досвід ангелів і полегшуючи життя фірмі. Натомість ангели зазвичай задовольняються меншим пакетом акцій, хоча аж ніяк не малим. Надто високі прибутки ангели отримують дуже рідко.

Не правда, що «всі гроші зелені». Успішні підприємці реально підбирають собі ангела, тому що активно «живучи» з ангелом на фірмі протягом чотирьох-восьми років, підприємці швидко виявляють, що деякі гроші «зеленіші», ніж інші. Найприйнятніший ангел – це освічений білий чоловік, успішний бізнесмен середнього віку. Ймовірно, що у нього є власна компанія, яка дає високі прибутки, однак він не мільйонер (поки що). Він знає, що робить: це досвідчений інвестор, у якого в послужному списку кожні три із чотирьох угод були виграшними. Він відкидає серйозні угоди з чітких конкретних причин, які повинні взяти до уваги потенційні підприємці. Незважаючи на привабливу простоту узагальнених описів, насправді вирішальним чинником є різноманітність ангелів. Не всі ангели – «ангели». Деякі з них – це «дияволи», метою яких є отримання контролю над фірмою підприємця (один із п'яти). Інші інвестують лише дуже малі суми, що веде до виснаження капіталу. Деякі комбінації ангела та підприємця набагато успішніші, ніж попередні, однак це вже інше дослідження.

На основі таких даних постає ще одне питання – тема різноманітності ринку та пристосування до нього. Укладені угоди показують, що майже всі підприємці із продуманим планом можуть успішно підшукати собі капітал ангела. Це підтверджує і той

факт, що саме підприємців, а не ангелів, бракує. Ангели – це місцевий ресурс, який може і повинен бути складовою усіх спроб місцевого економічного розвитку.

Використана література

- Gaston, R. J. (1989a). *Finding Private Venture Capital for Your Firm: A Complete Guide*. New York: John Wiley and Sons.
- — — (1989b). «The Scale of Informal Capital Markets.» *Journal of Small Business Economics* 1:223-230.
- Gaston, R. J., and S. E. Bell (1986). *Informal Risk Capital in the Sunbelt*. Washington, D.C.: U.S. Small Business Administration, and Knoxville: Applied Economics Group.
- — — (1987). «Business Angels: Mobilizing Private Sector Seed Capital.» *Economic Development Commentary* 11 (1) (Spring).
- — — (1988). *The Informal Supply of Capital*. Washington, D.C.: U.S. Small Business Administration, and Knoxville: Applied Economics Group.
- U.S. Congress. Office of Technology Assessment (1984). *Technology, Innovation, and Regional Economic Development*. Washington, D.C.: Government Printing Office.