



08. Цикл стартапа

Видео к разделу:

Цикл стартапа: FFF, Опционы и бизнес-ангелы
youtu.be/LE4QJpNr5xo

Цикл стартапа: венчурные фонды и IPO
youtu.be/ZcpODVIj3XY

Краудфандинг
youtu.be/6hyWrXoGSpA

Деньги для бизнеса. Финансирование собственными силами или привлечение инвестиций?
youtu.be/SjteNvrm_S8

Статьи по теме:

Путь стартапа
slidesha.re/ZMgWhm

Каждый стартап имеет свои особенности в зависимости от сферы деятельности, положенной в его основу интеллектуальной собственности и даже от количества основателей. Однако в развитии любого стартапа имеется несколько общих вех: разработка прототипа, выход на рынок, бурный рост, масштабирование, переход к стадии плавного роста.

Что еще объединяет стартапы?

От «обычного» бизнеса стартап отличается тем, что в его основе лежит инновация — особое новшество, позволяющее создать новые продукт, услугу, бизнес-процесс. Благодаря инновации настоящий стартап не конкурирует с другими фирмами, а создает новый, полностью открытый рынок.

В 2007 году компания «Эппл» предложила пользователям новый формат мобильного телефона — без клавиатуры и с тачскрином, а также специальную экосистему для мобильных приложений, которые можно устанавливать на телефон.

Айфон не был стопроцентным конкурентом для господствовавших тогда телефонов «Нокиа», «Моторола» и прочих моделей с клавиатурами.

У него имелись определенные недостатки, но при этом он предлагал гораздо более обширный функционал, в первую очередь — как устройство мобильного интернет-серфинга.

В результате «Эппл» создала новый рынок, и кнопочные телефоны превратились в узкий (нишевый) товар. В этом и заключается суть стартапа: заложенная в его основу инновация открывает новый, еще никем не занятый рынок.

Благодаря инновациям стартап может экстенсивно расти. В отличие, например, от ларьков с шаурмой, рынок которых

уже устоялся, рынок инновационного товара еще не заполнен. Следовательно, стартап может занять его полностью (так европейцы заняли рынок американских индейцев своими топорами, бусами и одеялами).

По этой причине стартап очень быстро растет, в частности, в цене. Вкладываясь в «обычный» бизнес, инвестор зарабатывает на прибыли; вкладываясь в стартап, — в первую очередь на росте стоимости доли.

Тимур из города Зеленограда решил открыть пиццерию. Он уже имел опыт работы в ресторанном бизнесе и знал рецепты хорошей пиццы, но не имел денег на первоначальную аренду помещения и покупку оборудования. Тогда Тимур позвал своего друга Артура вступить в проект в качестве инвестора, то есть вложить деньги. Артур предложил Тимуру 5 млн ₽, а взамен захотел 75 % в фирме (и, соответственно, в ее прибыли).

Почему Артур попросил так много? Здесь работает традиционная модель оценки. Допустим, средняя прибыль пиццерии такого размера при грамотном управлении составляет 1 млн ₽ в год. С учетом того, что Артур будет получать не всю прибыль, а также потребуется определенное время на «раскрутку», пиццерия окупится через 7–8 лет. Значит, фактически Артур вложит свои деньги под 12–14 % в год, и это без учета рисков, свойственных предпринимательству. Если пиццерия разорится, Тимур ничего не потеряет, а вот Артур потеряет 5 млн ₽.

Может ли Артур рассчитывать на то, что заработает за счет роста стоимости своей доли? Нет, поскольку его доля будет расти только вместе с самим бизнесом. И через год, и через пять лет 75 % пиццерии будут стоить примерно те же 5 млн ₽. К тому же продать

заведение будет непросто, а масштабировать его в Зеленограде трудно, поскольку пиццерий там полно.

Теперь посмотрим, как работает инвестирование в настоящий стартап.

Коля придумал гениальное приложение, позволяющее создавать красивые картинки с помощью нейронных сетей. Картинки пользуются успехом — смотрятся так, будто нарисованы настоящим художником. Коля сделал сайт, но из-за слабого сервера ему удается обрабатывать лишь одну картинку в минуту. Пользователи же хотят обрабатывать гораздо больше.

Оценив ситуацию, Таня — Колина однокурсница и соучредитель венчурного фонда — предложила ему инвестиции: 5 млн ₽ на новый сервер, новый сайт и рекламу. Взамен Таня попросила 30 % долю в Колиной компании.

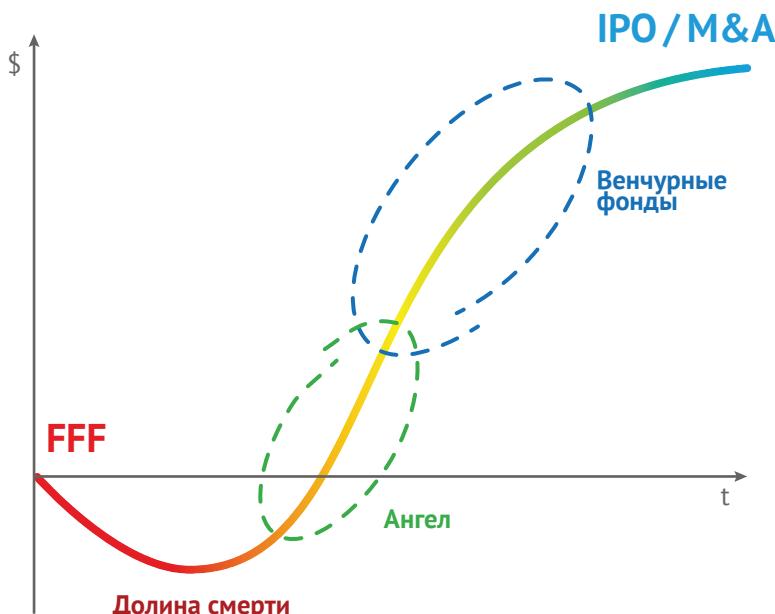
Почему Таня сделала такое предложение? Дело в том, что Колин бизнес перспективен. Он может приносить миллионы, если обрабатывать очень много картинок и брать за это деньги. Следовательно, задача состоит в том, чтобы максимально расширить Колин сервис: купить серверы и провести рекламную кампанию.

Когда взрывной рост замедлится, Таня сможет надавить на Колю, чтобы ввести на сайте механизмы монетизации: показывать рекламу, брать плату за новые картинки и т. д. Тогда стартап превратится в обычновенный бизнес, приносящий хорошие деньги. Как вариант, Таня сможет просто продать

свою долю — в отличие от пиццерии этот бизнес гораздо прибыльнее, и со временем ее доля будет стоить больше. Если она подгадает момент продажи (немного раньше, чем пользователи потеряют интерес к Колиной технологии), то сможет найти такого же, как она, алчного инвестора и получить максимум за свою долю.

Как растет стартап

Развитие стартапа традиционно делят на несколько стадий, которые в общем означают путь от маленькой компании с инновацией во главе угла до крупной транснациональной корпорации наподобие «Фейсбука». Разумеется, не каждый стартап проходит все стадии: большая часть проектов разоряется, не дойдя и до второй. Виной всему — отсутствие финансирования, недостаток опыта или принципиальная нереализуемость проекта. На средних стадиях развития стартапы поглощаются крупными конкурентами (к взаимной выгоде). Все стадии до конца проходят лишь единицы. Перед вами график, иллюстрирующий стадии роста стартапа. Он называется «J-curve» (кривая J), потому что похож на эту букву.



Разработка

На ранней стадии предприниматель создает прототип и разрабатывает бизнес-план. Обычно эту стадию связывают с выходом за рамки первичного финансирования (собственных денег или денег близких). Следовательно, необходимы средства на доработку инвестиционного продукта до уровня применимого прототипа.

Если предприниматель продолжит развивать продукт за свой счет, стадия разработки может затянуться. Этот феномен известен под названием «гаражное предпринимательство». Например, «гаражным предпринимателем» был Генри Форд, который, работая главным инженером на заводе «Эдисон»,

в свободное время с 1891 по 1901 год трудился над прототипом автомобиля.

Чем больше затягивается разработка, тем меньше перспектив у стартапа — в любой момент его нишу на рынке может занять кто-то более расторопный. И наоборот, чем быстрее стартап захватит рынок, тем более весомую прибыль он получит (и тем больше вырастет в цене). Такая закономерность привлекает венчурных инвесторов вроде Тани, обменивающих деньги на доли в стартапах.

Когда именно стартап сможет привлечь инвестиции, зависит от двух факторов. С одной стороны, чем раньше это произойдет, тем больше шансов занять рынок. К тому же инвестировать на начальной стадии — означает получить большую долю за те же деньги. С другой стороны, чем дольше существует стартап, тем понятнее технологические перспективы инновации, заложенной в его основу. Раннее инвестирование сопровождается большими рисками, ведь чем концептуальнее инновация, тем сложнее оценить ее реальную применимость и полезность.

Таким образом, инвесторы стараются достигнуть баланса между рисками технологической неопределенности проекта и потерями, связанными с запоздалым выходом инновации на рынок.

На ранних стадиях инвестируют не все инвесторы: обычно это посевные фонды, акселераторы и бизнес-ангелы. Более крупные инвесторы — венчурные фонды и фонды прямых инвестиций — ждут следующих этапов, поскольку на ранних стадиях транзакционные издержки, связанные с оценкой, юридической и бухгалтерской проверкой стартапа, слишком высоки по отношению к цене самой инвестиционной сделки.

Инвестирование

Покупая долю, инвестор не может точно оценить инновацию, заложенную в основу стартапа. Сама сущность инновации предполагает отсутствие эмпирических данных, на основе которых можно оценить ее перспективы. Поэтому, вкладываясь в стартап, инвесторы получают назад нефиксированную прибыль, а долю в компании, закрепляя таким образом свое вознаграждение в зависимости от общего роста стартапа.

Инвестор увеличивает отдачу от своего вклада, выводя стартап на рынок как можно скорее. Из-за расходов на экспенсивный рост масштабируемый и растущий стартап обычно не имеет прибыли (имеет место эффект «сжигания денег» — *cash burn*). Поэтому инвесторы стартапа не получают дивидендов, но они и не нужны: венчурные инвесторы рассчитывают получить прибыль не от дивидендов, а от продажи своих долей.

Когда инвестор продает свою долю? Этот момент зависит от нескольких факторов. В идеале — тогда, когда рынок будет полностью охвачен (стартап достигнет пределов масштабирования). В ряде случаев инвестор продает свою долю раньше в связи с требованиями фонда и внутренними ограничениями (об этом речь пойдет в следующей главе).

Если стратегия развития стартапа предполагает этапное масштабирование (например, выход на рынок города/страны/региона), можно привлекать венчурное финансирование несколько раз во все более возрастающих объемах. Эти раунды инвестирования предполагают разный объем инвестируемых средств, разные условия финансирования и разные гарантии для инвесторов.

Каждый приход нового инвестора — важное событие для участников стартапа, ведь он еще не стал публичным и его акции нельзя продать на бирже. Если кто-то из участников

хочет продать свою долю, то проще всего сделать это как раз с приходом нового инвестора.

Если стартап полностью занял рынок и его развитие приостановилось, то новые инвесторы не торопятся в него входить, ведь их доли не будут расти так быстро, как хотелось бы. В этом случае инвесторы, владеющие долями, могут вернуть свои вложения за счет:

- продажи долей основателям, если у тех хватит денег;
- поглощения стартапа более крупным холдингом (*M&A*);
- публичного предложения (размещения на бирже) акций стартапа (*IPO*).

После выхода венчурных инвесторов стартап превращается в «традиционную» компанию со своей долей на рынке, получает прибыль и выплачивает дивиденды. Инвесторы же ищут следующие стартапы.

Инвестор и стартап

Отношения основателя стартапа с инвестором — это партнерство, которое в большинстве случаев ведет к взаимной выгоде. Однако нельзя забывать, что интересы партнеров различаются. Инвестор стремится получить максимальную прибыль, а стартапер — самореализоваться в качестве основателя крупной компании. Это часто порождает конфликты между ними.

Например, конфликт может возникнуть при оценке компании. В основе стартапа лежит инновация — это актив, который в принципе невозможно точно оценить, особенно на ранних стадиях. Поэтому предприниматель, покупающий долю в стартапе, всегда стремится занизить оценку, а стартапер — завысить. Отчасти проблему решают механизмы постинвестиционной корректировки долей

(храповик и конвертируемый заем, мы обсудим их чуть позже).

Еще раз напомню, что стартапы – непубличные компании, их акции не обращаются на бирже и не имеют универсальной рыночной стоимости. Помимо проблем с оценкой это делает доли в стартапе неликвидными: основатель и инвесторы ранних стадий не смогут избавиться от доли, если никто не захочет ее купить. При этом участие в стартапе, пусть и высоко оцененном, не приносит прибыли само по себе.

Все вместе это формирует «феномен оценки»: стартап может оцениваться чрезвычайно высоко, вплоть до миллиардов долларов. При этом фактический приток денег в него будет на порядок меньше, а основатели не получат вообще ничего, так как все инвестиции пойдут «в рост».

Так, самым дорогим стартапом в мире считается сервис «Убер»:

«Мобильный сервис вызова такси Uber Technologies привлек \$2,1 млрд инвестиций в рамках очередного раунда финансирования», – сообщило агентство Bloomberg со ссылкой на источники, знакомые с отчетностью компании.

Американский Forbes приводит данные об оценке в \$68 млрд: изданию удалось ознакомиться с копией отчетности, из которой следует, что в рамках раунда G было выпущено более 43 млн новых акций по цене \$48,77 за штуку. Таким образом, за сервисом укрепился статус самого дорогостоящего стартапа в мире.»

Что произошло? Компании «Убер» понадобились новые средства: например, для того чтобы выйти на сингапурский

рынок или запустить разработку беспилотного автомобиля; словом, сделать что-то такое, что увеличит гипотетические ожидания будущих инвесторов.

Нашлось несколько инвестиционных (венчурных) фондов, которые готовы дать компании деньги на эти проекты в обмен на небольшую долю, которую они позже перепродадут. Для «Убера» эти инвестиции станут как минимум седьмыми по счету (G — седьмая буква алфавита).

«Убер» выпускает 43 млн акций и продает их инвестору по \$48,77 за штуку. Соответственно, активы «Убера» увеличиваются примерно на \$2,1 млрд ($48,77 \times 43$ млн) — именно столько денег обязуются перечислить инвесторы.

«Инвесторы оценивают «Убер» в \$68 млрд» (в данном случае речь идет об оценке *post-money*, то есть после инвестирования). Это означает, что за купленные 43 млн акций (на \$2,1 млрд) инвесторы получат получат 3% пакет акций «Убера»:

$$\frac{2,1 \text{ млрд \$}}{68 \text{ млрд \$}} = 0,03 = 3\%$$

Таким образом, оценка компании — это экстраполяция той цены, которую инвесторы платят за небольшой процент компании, на все 100 % ее акций. Сумму в \$68 млрд, о которой идет речь, «Убер» не получал и скорее всего никогда не получит. Это умозрительная сумма, которая реально подтверждается лишь на 3%.

Итак, \$68 млрд — это:

- не сумма, за которую «Убер» можно продать или купить;
- не сумма, которая есть или когда-либо будет у «Убера»;
- не уставный капитал «Убера».



Еще один пример, чтобы закрепить:

Вася создал стартап в форме акционерного общества.

Его уставный капитал — 1 млн акций с номинальной стоимостью каждой 1 коп., итого 10 тыс. ₽.

Через неделю Вася попросил отца инвестировать в стартап \$500, предложив за это одну акцию. Отец сжался над ним и согласился: купил одну акцию за \$500.

Теперь Вася совершенно честно может говорить журналистам:

- что инвесторы оценили его стартап в \$500 млн ($1 \text{ млн акций} \times \500);
- что его стартап за неделю вырос примерно в 3 млн раз (с 10 тыс. ₽ до \$500 млн), что даст результат в 15,6 млрд % годовых.

Но мы-то с вами знаем, что на самом деле Васе просто подарили \$500.