

Увеличение стоимости компании на стадии роста в рамках привлечения долевого финансирования

© 2010 С.В. Захаров

Московский государственный университет им М.В. Ломоносова

E-mail: Sergey.v.zakharov@gmail.com

Финансирование инвестиций компании является одной из ключевых проблем на стадии роста в условиях высокой волатильности операционных денежных потоков - ограниченная доступность долга и низкий уровень распространения гибридных инструментов на российском рынке обуславливают необходимость привлечения внешних акционеров. В статье проанализированы возможности компании по увеличению ее стоимости для акционеров в рамках такого привлечения, а также соответствующие риски.

Ключевые слова: стратегия финансирования, стадии жизненного цикла, стадия роста, финансирование роста.

Введение

Различные стадии жизненного цикла компании определяют разные финансовые условия, в которых она находится, в том числе потребности и возможности финансирования. Стадия роста, характеризующаяся наибольшими рисками для компании ввиду высокой волатильности операционных доходов при значительном объеме требуемых инвестиций ставит перед руководством и собственниками компании сложные и интересные задачи. Ситуация усугубляется тем, что традиционные долговые источники финансирования, как правило, малодоступны. В то же время гибридные финансовые инструменты, сочетающие в себе преимущества классических долевого и долевого источников финансирования, могут быть не приняты потенциальными инвесторами в силу их малой распространенности на российском рынке. Таким образом, единственным вариантом остается привлечение внешнего долевого инвестора.

В работе исследованы возможности по привлечению долевого финансирования на стадии роста и потенциал увеличения стоимости компании для текущих акционеров, а также сопутствующие риски.

Стадия роста с финансовой точки зрения

В работе "Конвертируемые облигации как инструмент финансирования компании на стадии активного роста" автором было предложено разделение стадий жизненного цикла с финансовой точки зрения на основе показателей:

- средней рентабельности по денежным потокам (ЕВITDA/активы);
- волатильности рентабельности по денежным потокам;
- требуемого уровня инвестиций (доля активов).

Началом стадии роста можно считать завершение разработки продукта и создание планов по его производству (продажам) или переход к выпуску продукции, окончанием - достижение стабильных позиций на рынке. Стадия роста характеризуется высоким средним уровнем рентабельности, высокой волатильностью рентабельности и высоким требуемым уровнем инвестиций, при этом последний обуславливает значительные потребности в финансировании.

Одна из основных проблем на стадии роста заключается в ограниченной доступности источников долевого финансирования:

- высокая волатильность денежных потоков компании будет удерживать кредиторов от предоставления долга - при этом их не будет интересовать превышение средней доходности, так как они будут сконцентрированы на своих рисках;
- обеспечение долга, скорее всего, будет недостаточным (стабильность денежных потоков, являющихся наилучшим обеспечением, отсутствует).

Эффективным источником финансирования могли бы выступить конвертируемые облигации², однако они пока не получили распространения в российской практике.

Все вышесказанное приводит к необходимости привлечения внешнего инвестора посредством продажи доли владения в компании.

Проблемы привлечения инвестора на стадии роста

Привлечение долевого финансирования ставит перед владельцами компании ряд сложных задач:

- выбор между стратегическим и финансовым инвестором;
- структурирование сделки с точки зрения соотношения потребности компании в инвестициях и выплат текущим акционерам;

- определение механизма выплат, в том числе гарантийных условий.

Решение этих задач определяет дальнейшее развитие компании и ее стоимость для текущих владельцев; соответственно, можно говорить о возможности увеличения стоимости компании, т.е. привлечение долевого финансирования будет являться одним из элементов стратегии финансирования.

Потенциальные инвесторы и типы привлечения долевого финансирования на стадии роста:

1) *прямая продажа доли владения стратегическому инвестору*, например, зарубежной компании, стремящейся выйти на местный рынок, или компании, заинтересованной в горизонтальной или вертикальной интеграции.

Стратегические инвесторы заинтересованы, прежде всего, в увеличении доли рынка и в осуществлении контроля над компанией, т.е. будут стремиться приобрести контрольную долю владения. В то же время, так как зарубежный инвестор может не обладать опытом работы на новом рынке, ему может потребоваться сохранение доли за изначальными акционерами или гарантии сохранения управленческой команды (удержания ряда ключевых поставщиков (клиентов)) в течение некоторого периода времени после сделки, что часто применяется на практике.

Почему стратегический инвестор может быть заинтересован в покупке компании на стадии роста? С одной стороны, стадия характеризуется высоким уровнем рисков, с другой - если финансовые показатели инвестора многократно превышают показатели компании-цели, финансовые риски первого в относительном выражении снижаются. В основном приобретение компании мотивировано желанием опередить конкурентов и занять место на быстрорастущем рынке. Существует также ряд нефинансовых факторов в пользу приобретения компании на стадии роста (например, процесс интеграции проще провести для относительно небольшой компании). В то же время запуск компании "с нуля" чреват потерей времени и операционными рисками, связанными с недостаточным опытом на новом рынке присутствия.

В условиях высокой нестабильности рынков может возникнуть еще один вариант привлечения стратегического инвестора - приобретение блокирующей доли с опционом как на доведение доли владения до контрольной, так и на возможную продажу прежним владельцам приобретенной доли в течение нескольких лет, за которые он обеспечивает компанию ресурсами и технологиями. Таким образом, инвестор страхуется от неблагоприятного сценария развития в

новом регионе деятельности - в случае успеха он получает контроль в уже понятной ему компании.

Наличие стратегического инвестора в капитале оказывает положительное влияние на способность компании привлекать долг. Однако для изначальных собственников этот эффект в большинстве случаев не будет иметь значения, так как контроль над компанией, скорее всего, потеряют;

2) *прямая продажа доли владения финансовому инвестору (фонду прямых инвестиций)*.

В отличие от стратегических инвесторов, фонды ориентированы исключительно на финансовый результат, т.е. на доходность на вложенные средства. Кроме того, они ориентированы на более короткий временной горизонт, как правило, 3-5 лет.

Ввиду ориентированности исключительно на финансовый результат, а также недостатка отраслевого опыта у менеджмента фонда приобретение контрольной доли владения будет неинтересно фонду - как минимум, в рамках избежания управленческих рисков (фонд, скорее всего, не сможет управлять бизнесом так же эффективно, как текущая команда управленцев или собственники). Вместе с тем квалифицированный финансовый инвестор способен значительно улучшить инвестиционную привлекательность компании для последующих ее владельцев и увеличить ее внутреннюю стоимость путем привнесения новых технологий, улучшения корпоративного управления и повышения прозрачности, осуществления инвестиций в бренд и рекламу, проведения юридической реструктуризации, упрощения выхода на долговой рынок и т.д.

По сравнению со стратегическими инвесторами фонды более консервативно подходят к оценке стоимости компании для достижения более высоких показателей доходности на собственные средства. Однако вопросы цены сделки, скорее, относятся к переговорному процессу, и заключение сделки исходя из сопоставимой оценки стоимости компании вполне реально. При этом фонд может структурировать сделку так, что расчеты будут проходить по итогам ее деятельности в будущем (так называемый отложенный платеж).

Одним из первостепенных вопросов для финансовых инвесторов является возможность влиять на решения компании и препятствовать негативным действиям других акционеров (размывание доли, рискованная финансовая (инвестиционная) политика и т.д.), поэтому, как правило, фонды интересуются долей не менее блокирующей. Кроме того, после привлечения ресурсов

от фонда может возникнуть ограничение по уровню долга, выраженное в коэффициенте Долг/ЕБИТДА. Другим типичным финансовым ограничением является запрет на выплату дивидендов в течение определенного периода после сделки.

Финансовые инвесторы могут потребовать дополнительных механизмов защиты, применение которых может впоследствии оказать существенное влияние на стоимость компании для изначальных акционеров. Наиболее известными среди них являются преимущественное право продажи ("tag along") и принудительной продажи ("drag along"):

1) механизм преимущественного права продажи предполагает право финансового инвестора присоединиться к последующей продаже доли в заранее оговоренном размере на тех же условиях, что и основной продавец;

2) механизм принудительной продажи является значительно более недружественным для мажоритарного акционера. Он предполагает возможность принудительной продажи части акций мажоритарного акционера в случае, если фонд собирается продать свою долю новому инвестору, которому требуется доля большая, чем та, которой владеет фонд. С одной стороны, фонд вряд ли будет продавать свою долю на невыгодных условиях, с другой - применение данного механизма может оставить изначальных собственников без контроля над компанией и тем самым существенно снизить ее стоимость для них.

С учетом вышеописанного собственники компании должны крайне осторожно подходить к включению таких механизмов в рамках структурирования сделки с финансовым инвестором, учитывая финансовые перспективы компании и возможные риски, влияющие на будущую стоимость компании для ее изначальных собственников.

Вхождение фонда в капитал компании оказывает положительное влияние на доступность долгового финансирования - присутствие фонда в составе акционеров является своеобразным "знаком качества" для кредиторов³. В отличие от ситуации со стратегическим инвестором, изначальные собственники могут воспользоваться этими преимуществами, так как могут сохранить контроль над компанией после прихода инвестора.

Почему фонды прямых инвестиций могут быть заинтересованы в инвестициях в компании на стадии роста? Именно на этой стадии высокая операционная рентабельность компании совместно с быстрым ростом операционных показателей может обеспечить высокие показатели доходности на вложенные средства. Последней будет соответствовать высокий уровень риска, однако это как раз приемлемо для фондов.

Публичное размещение акций на стадии роста

Публичное размещение акций ориентировано, в первую очередь, на инвестиционные фонды и массовых частных инвесторов, т.е. на тех, кто заинтересован исключительно в финансовой прибыли (желательно, стабильной), выраженной в получении дивидендов и росте стоимости акций.

Говорить о стабильной выплате дивидендов при высокой волатильности операционных денежных потоков и возможной нехватке средств для финансирования роста не представляется возможным. Высокая волатильность операционных денежных потоков (а именно любое недостижение фактически финансовыми показателями ожидаемых) будет резко негативно влиять на рыночную капитализацию компании. Выход на публичные рынки ставит компанию в зависимость от состояния рынков, даже если показатели ее деятельности мало коррелируют с остальными участниками. Негативная же оценка компании рынком может стать препятствием для последующего привлечения долевого финансирования (и, возможно, долгового, хотя публичность в целом позитивно влияет на способность привлекать долг).

Таким образом, привлечение долевого финансирования путем публичного размещения акций на стадии роста не является эффективным, ведет к возникновению дополнительных рисков и не способствует увеличению стоимости компании для изначальных ее собственников.

Выпуск привилегированных акций на стадии роста

Привилегированные акции обеспечивают их держателям гарантированные дивидендные выплаты, без права голоса, при этом обладая правом конвертации в обыкновенные акции при невыплате дивидендов. Так как стабильные дивидендные выплаты на стадии роста отсутствуют, размещение привилегированных акций также не будет эффективным.

Структурирование выплат при привлечении долевого финансирования на стадии роста

Важным вопросом является распределение привлеченных средств между инвестициями в бизнес-компанию и выплатами предыдущим собственникам. Соотношение инвестиций в компанию и выплат собственникам определяется и величиной приобретаемой доли владения при условии, что оценка компании зафиксирована. Пусть стоимость акционерного капитала компании после денежных вливаний составляет E_{post} , вливания нового инвестора в бизнес - I , выпла-

ты текущим собственникам - C , доля нового инвестора - $w_{нов.инв}$, тогда

$$C + I = w_{нов.инв} \cdot E_{post.}$$

При распределении финансирования текущие акционеры будут отдавать предпочтение денежным выплатам, новые инвесторы - вливаниям в компанию, чтобы изначальные собственники разделяли с ними риски. На практике окончательный результат определяется в ходе переговоров.

Критичность сохранения контрольной доли владения

Приведенные рассуждения справедливы, только если изначальные собственники сохраняют контрольную долю владения. Если доля изначальных собственников становится менее блокирующей и отсутствуют гарантии по выходу из капитала компании в будущем, существует риск, что они будут отстранены от принятия финансовых решений, а также размывания доли при дополнительной эмиссии. Если компания непублична, что характерно для стадии роста, собственники могут вообще не реализовать стоимость своих акций. При сокращении доли менее чем до контрольной, но более блокирующей такой негативный сценарий маловероятен, но, поскольку контроль над компанией потерян, будет иметь место дисконт к стоимости компании по сравнению с владением контрольным пакетом. Если акции низколиквидны, то при наличии контролирующего акционера продажа блокирующего пакета внешнему инвестору может оказаться проблематичной за счет нежелания контролирующего акционера иметь в качестве блокирующего акционера недружественного инвестора, а также нежелания потенциального инвестора иметь ограничения со стороны контролирующего акционера после покупки доли у изначальных акционеров.

Таким образом, если на стадии роста собственники непубличной компании решают сократить долю в бизнесе до менее чем контрольной, целесообразно продавать весь пакет акций. Альтернативой может быть предоставление новым собственником финансовых гарантий по выходу изначальных собственников из капитала компании в будущем.

Выводы

Стадия роста сопряжена со значительными рисками, и ее прохождение во многом определяет дальнейшую судьбу компании. Потребность в значительных объемах инвестиций на фоне ограниченной доступности долговых ресурсов, связанной с высокой волатильностью операционной рентабельности и недостаточным обеспече-

нием долга, а также в условиях недостаточной развитости рынка гибридных ценных бумаг, приводит к необходимости привлечения внешнего инвестора.

Исследование привлечения долевого финансирования на стадии роста позволяет сделать следующие выводы:

- выбор типа инвестора ведет к различным сценариям дальнейшего развития и денежным потокам, доступным текущим собственникам;
- привлечение финансового инвестора является эффективным инструментом увеличения стоимости компании;
- в случае привлечения финансового инвестора значительное влияние на стоимость компании и риски для ее текущих владельцев оказывают встроенные механизмы, связанные с выходом из инвестиции;
- привлечение квалифицированного долевого инвестора оказывает положительное влияние на способность компании привлечь долг, при этом финансовые инвесторы будут налагать ограничения по уровню долга;
- соотношение между вливаниями денежных средств в компанию и выплатами текущим ее владельцам в рамках сделки обуславливается в основном типом привлекаемого инвестора;
- сохранение контрольной доли владения изначальных собственников до полной продажи компании критично для реализации ее стоимости;
- публичное размещение акций, в том числе привилегированных, не будет доступно на данной стадии.

Данные выводы ограничивают пространство возможных решений в рамках выбора стратегии финансирования на стадии роста, что при наличии количественных данных, позволяющих спрогнозировать финансовые потоки компании и ценовые предложения инвесторов, позволит определить стратегию, увеличивающую стоимость компании для текущих акционеров.

¹ Захаров С.В. Конвертируемые облигации как инструмент финансирования компании на стадии активного роста // Ежеквартальное научно-аналитическое издание Фонда "Финансы и Развитие". 2008. □1.

² См.: Захаров С.В. Указ. соч.; Никитушкина И.В., Захаров С.В. Преимущества гибридных финансовых инструментов на стадии роста // Вестн. Моск. ун-та. Серия "Экономика". 2010. □ 1; Mayers D. Matching financial and real options // J. of applied corporate finance. 13.1; Ganshaw T., Dillon D. Convertible securities: a tollbox of flexible financial instruments for corporate issuers // J. of applied corporate finance. 13.1.

³ Moon J. Public vs. Private equity // J. of applied corporate finance. 18.3.