

## СОВЕТЫ КОНСУЛЬТАНТА: Где взять денег.

Многие российские компании, достигшие оборота в \$20–50 млн в год за счет первоначальных вложений своих основателей и привлечения кредитных средств, задумываются о том, как финансировать развитие дальше. Потенциал увеличения долгов оказывается исчерпан, а полномасштабное IPO еще не по зубам. В то же время не хочется жертвовать ростом и уступать долю рынка конкурентам. В этом случае основными источниками акционерных денег могут являться IPO на рынке альтернативных инвестиций (AIM) Лондонской биржи или частное размещение с привлечением фондов прямых инвестиций.

В последние два года целый ряд российских компаний совершили удачное размещение на AIM. Например, можно выделить такие компании, как Urals Energy, IMS Group, Zirax, Rambler Media. Кроме того, на AIM котируются акции иностранных сырьевых компаний, основные активы которых находятся в России, – наиболее известны среди них Highland Gold Mining, Celtic Resources и Peter Hamboro Mining. На этой площадке начали также появляться украинские и казахские компании и транснациональные группы, ведущие бизнес в нескольких странах СНГ. С другой стороны, сейчас в России активно действуют около двух десятков фондов прямых инвестиций с западным капиталом, имеющих бюджеты под российские инвестиции и опыт сделок с российскими компаниями. Какой же путь привлечения денег предпочтительнее?

Серьезным аргументом в пользу листинга на бирже является продолжающийся бум на российские ценные бумаги, который позволяет надеяться на высокие цены размещения. Размещение акций на иностранной бирже – это еще и возможность структурирования сделки по англо-саксонскому праву. Кроме того, это не просто привлечение средств, но и пиар-мероприятие, которое может существенно повлиять на репутацию и узнаваемость бренда компании – и тем самым на бизнес. Наконец, размещение потребует большой подготовительной работы, в рамках которой компании придется рафинировать стратегию, уточнить бизнес-модель, улучшить корпоративное управление, что даст положительный эффект независимо от факта размещения.

С другой стороны, ожидания от IPO зачастую бывают преувеличенными. Во-первых, маловероятно успешное размещение 100% выпуска среди чистых “портфельщиков”, следовательно, как и в случае с частным размещением, “более стратегических” инвесторов все равно придется искать. Иными словами, не миновать ни самого процесса поиска, ни рисков, связанных с покупкой акций “стратегами”. К тому же базу миноритарных акционеров невозможно контролировать. Они не будут заинтересованы в реальной помощи компании, в формировании успешной стратегии роста. Акции, котирующиеся на альтернативной площадке, как правило, отличает низкая ликвидность, которая может оказаться недостаточной для последующей продажи крупных пакетов и выхода, полного или частичного, существующих акционеров из бизнеса без существенных потерь в капитализации. Высоки и затраты на размещение: прямые затраты для небольшого выпуска составляют от 10% от объема выпуска, а недооценка акций при размещении – примерно 20% и более, при этом при переходе на основную биржу придется снова проходить регистрацию и нести соответствующие затраты. В последнее время ФСФР требует от эмитентов и наличие российского листинга. Это может подрубить саму идею размещения на AIM на корню. Во-первых, в этом случае не исключено, что компания-эмитент будет инкорпорирована по российскому законодательству, чего старались избежать некоторые из эмитентов. Во-вторых, многие компании, планирующие листинг на AIM, слишком малы даже для российского IPO. И последнее – первоначальное

публичное размещение акций возможно провести только единожды, и очень важно, чтобы оно прошло успешно, а риски неудачного размещения для небольшой компании высоки. Если же компания провалилась, привлекая деньги фондов, широкие круги инвесторов об этом не узнают.

В отличие от IPO при закрытом размещении миноритарный акционер известен до совершения сделки, и сделка не состоится, если партнер не нравится. Цели собственников компании и фонда объективно совпадают и состоят в том, чтобы обеспечить максимальный прирост стоимости компании в согласованные сроки. Фонд будет помогать совершенствовать финансовое управление, вырабатывать стратегию, позиционировать компанию на рынке, и это консультирование не требует никакой платы. Как и размещение, продажу пакета можно также превратить в репутационную сделку, если, конечно, привлечь соответствующий “репутабельный” фонд, обладающий международно признанным брендом, который можно рассматривать как своего рода страховой полис, свидетельство того, что в компании все нормально, что, в свою очередь, даст премию при публичном размещении в будущем. “Женитьба” с фондом не навсегда: его горизонт – 3–5 лет, при этом не исключен выход из фонда через продажу пакета основному собственнику, который таким образом может вернуть себе 100% контроля над бизнесом.

Означает ли это, что закрытое размещение безусловно предпочтительнее? Отнюдь нет. Ведь получение денег от фонда прямых инвестиций потребует частичной потери контроля: скорее всего независимо от размера приобретаемой доли фонд потребует себе права, ассоциируемые с блокирующим пакетом акций, – так называемый отрицательный контроль. Фонд будет пытаться купить акции по умеренной цене, чтобы максимизировать свою доходность, и трудно утверждать заранее, что цена сделки с фондом будет заведомо выше цены размещения на бирже.

Универсального рецепта принятия решения в пользу биржи или фонда нет. Если вы не можете определиться, начинайте подготовку к обоим вариантам, благо многие подготовительные шаги совпадают.