

Выбор инвестконсультанта: ЭТО ИСКУССТВО, а не наука

Привлечение инвестиций в компании малой и средней капитализации все чаще становится приоритетом в деятельности многих российских инвестиционных банков. Своим опытом о том, какие способы финансирования оптимальны для различных компаний, в чем отличие стратегий фондов прямых инвестиций и инвестиционных банков и как выбрать инвестиционного консультанта, делится исполнительный директор ФК «Уралсиб» Олег Лухтон. Интервью взяли Елена Одягайло и Дмитрий Бобров.

Олег, как бы Вы определили компанию средней капитализации?

У каждого банка своя градация. Для нас малыми считаются компании с капитализацией до \$300 млн. При этом мы говорим именно про капитализацию непубличной компании, которая рассчитывается как «стоимость компании (enterprise value, EV)» – «долг». У средних компаний капитализация может составлять от \$300 до \$2–2,5 млрд. Компании с капитализацией выше \$2,5 млрд уже крупные.

С компаниями какого калибра вам интереснее работать?

Нам интереснее работать с компаниями средней капитализации. Хотя с малыми компаниями бывает очень интересно работать в силу того, что для них надо придумывать какие-то креативные решения — как с компьютером: стандартные драйверы не подошли, и надо искать какие-то особенные варианты.

Каковы должны быть параметры компании, собирающейся на IPO?

Стоимость компании (EV) должна быть на уровне как минимум \$500 млн, и продавать нужно примерно четверть — это где-то \$80–90 млн в свободном обращении за выче-



Мы можем позволить себе работать чуть дешевле, хотя не демпингуем — я вам могу ответственно сказать.

Олег ЛУХТОН,
исполнительный директор
ФК «Уралсиб»

том долга, с таких цифр надо начинать. При этом акции будут размещаться в 15–20 фондах, а это совсем немного.

Если к нам приходит непубличная компания с намерением провести IPO, а, по нашим оценкам, ее EV не достигает \$500 млн, мы не рекомендуем IPO такой компании. Обычно такие компании хотят про-

дать 10–15% акций, чтобы сохранить суперконтроль, ликвидность же free float'a при этом составит менее \$70 млн. Безусловно, это недостаточно для привлечения интереса большинства инвесторов, поскольку ликвидность будет нулевой.

Что же тогда делать небольшим компаниям, какие способы финансирования им можно предложить?

Способов несколько. Например, частное размещение среди портфельных инвесторов или привлечение стратегического инвестора — это очень актуальная тема в нынешнем году. В силу кризиса ликвидности, который бушует на мировых рынках с осени прошлого года, очень многие компании поняли, что выпуск облигаций для них в этом году закрыт. Банки же существенно ужесточили выдачу кредитов, ставки пошли вверх — денег действительно стало меньше. А рефинансировать текущий кредитный портфель нужно. Люди приходят и спрашивают: «Что делать?» Если год назад многие собственники компаний говорили, что до IPO они не будут продавать долю в акционерном капитале, не считают это необходимым, потому что могут развиваться за счет выпуска облигаций, кредитов или иных долгов, то сегодня у них зачастую просто нет иного выхода, как обратиться к рынку акционерного капитала.

Кто же обычно покупает акции таких непубличных компаний во время частного размещения?

Портфельные инвесторы, покупающие акции во время частного размещения, это, как правило, фонды прямых инвестиций. Они прекрас-

«Максимизация стоимости компании возможна только в результате правильно структурированного процесса, где предложение получается не от одного-двух фондов, а от большего количества инвесторов».

но осознают риски, которые заложены в эту транзакцию. Поэтому фонды требуют существенный дисконт к аналогичным публичным торгующимся компаниям, для того чтобы снизить риск и для того чтобы обеспечить свою внутреннюю доходность, которая обычно составляет от 20 до 30% годовых.

Это достаточно жесткие условия по отношению к собственникам компаний, но в то же время вхождение фонда прямых инвестиций позволяет улучшить структуру капитала компании. В совете директоров компании появляются люди из фонда, они привозят консультантов по корпоративному управлению, компания становится более прозрачной, что, в принципе, ведет к удешевлению долговой составляющей структуры капитала.

И если компания потом выходит на IPO, участие фонда в ее капитале дает определенную «прибавку» в капитализации. Такую прибавку сложно подсчитать, но то, что она существует, — это факт. Инвестор, особенно западный, намного более охотно смотрит на российскую компанию, которая идет на IPO, если у нее уже какое-то время существуют репутационно-безупречные портфельные инвесторы.

Поднять репутацию компании может только западный фонд?

Нет, не только. Любой инвестор — российский или иностранный —

инвестируя в компанию, захочет видеть отчетность, аудированную по МСФО, внутренние процедуры бюджетирования и контроля исполнения бюджета, правила принятия управленческих решений, полноценно функционирующий совет директоров. Все эти изменения дисциплинируют компанию. Собственники компании должны подстраиваться к совместной жизни с независимыми людьми, и это дает очень хорошее ощущение того, в каком положении собственники и компания окажутся после IPO, когда появится уже 100–200 институциональных инвесторов.

Какие рекомендации могли бы Вы дать компаниям по подготовке к общению с инвесторами? Делать ли это самостоятельно или нанимать консультанта?

Я видел несколько случаев, когда компании очень хорошо делали свою домашнюю работу по подготовке к привлечению инвесторов и договаривались с инвесторами напрямую. С другой стороны, самостоятельный поиск инвестора отнюдь не максимизирует стоимость компании.

Как правило, люди, которые работают в фонде, это профессионалы с многолетним опытом как оценки предприятий, так и заключения сделок, включая какие-то технико-психологические мо-

менты. Для акционеров продаваемой компании это, как правило, их первая подобная сделка. На этом можно сыграть: например, установив личный контакт с акционерами, сделать процесс торговли не настолько жестким, как он мог бы быть при наличии у компании стороннего советника, который будет торговаться с фондом «до последнего». Мне кажется, что максимизация стоимости компании возможна только в результате правильно структурированного процесса, где предложение получается не от одного-двух фондов, а от большого количества инвесторов.

В чем еще, кроме торговли «до последнего», может помочь банк-консультант?

Мы делаем для клиента некий образовательный экскурс — рассказываем, какие бывают фонды, каких стратегий придерживается тот или иной фонд. Например, есть фонды, которые придерживаются достаточно пассивной линии поведения: они осуществляют общий мониторинг дел в компании, приезжают на советы директоров, собрания акционеров, но при этом, в принципе, не вмешиваются в ежедневную жизнь компании.

А есть фонды, у которых диаметрально противоположная позиция. Они говорят: «Мы к вам приходим как акционеры, мы считаем себя вашим новым партнером, у нас есть экспертиза в этой отрасли, у нас уже были удачные инвестиции в 8 аналогичных компаниях в России и в Восточной Европе. Поэтому мы уверены, что

можем создать вам дополнительную стоимость. Мы порекомендуем 2–3 менеджеров на какие-то позиции в компании». Далеко не всех собственников компании такая позиция может устраивать, при этом данный подход может проявиться не сразу, а через какое-то время. Соответственно, знать специфику фонда очень важно для акционеров.

Какую еще информацию о фонде хорошо бы знать компании?

Важно представлять горизонт инвестирования фонда. Если горизонт составляет 5–7 лет, фонд будет достаточно спокойно относиться к сроку выхода из компании. Другие фонды будут более жестко относиться к срокам — фактически работать по стратегии preIPO фонда: вкладываться в компанию при условии проведения IPO в жестко оговоренный срок. Если IPO не проводится, пакет фонда должен быть выкуплен по заранее оговоренной цене.

Еще нужно знать предпочтения фондов по отраслям экономики — на рынке есть информация об историях сделок фондов. Например, управляющий фонда X не видит серьезных перспектив роста определенного сектора, поэтому, если он будет покупать что-то в этом секторе, дисконт у него будет значительно сильнее, чем, например, дисконт фонда Y. Соответственно, тратить время на общение со специалистами фонда X, большого смысла не имеет.

В чем еще могут быть подводные камни общения с фондами напрямую?

Практически все фонды сами ищут объекты инвестиций, а не ждут инвестиционных меморандумов от банков. Я их понимаю: с их точки зрения всегда лучше сделать сделку без консультанта. Любой инвестор хочет купить дешевле, соответственно, если торговаться напрямую, на это больше шансов. Существует большое количество, скажем так, трюков, «мелких шалостей», которые могут создать у продающей стороны иллюзию хорошей сделки, но при этом объективно сделка будет в пользу инвестора. Конечно, бывают исключения, но, на наш взгляд, все-таки участие консультанта предпочтительнее.

Выбирая инвестконсультанта, на что лучше обратить внимание?

Это, скорее, искусство, чем наука. Можно ориентироваться на список прошлых сделок в данной отрасли. Однако, если вы пойдете к владельцу наиболее впечатляющего списка сделок, это вполне может оказаться какой-нибудь западный банк и у него будут достаточно жесткие для компании среднего размера условия. У западных банков существует понятие обязательного аванса, существует понятие минимального обязательного платежа (mobilisation fee). Зачастую команда, которая занимается данным сектором, сидит в Лондоне, возникают командировочные расходы и это все удорожает процесс. Кстати, ведь и команда, которая делала прошлые сделки, могла уйти.

Российский же банк сидит здесь, для него эти расходы априори меньше, они распределяются среди всех клиентов, с которыми

он работает. Поэтому мы можем позволить себе работать чуть дешевле, хотя не демпингуем — я вам могу ответственно сказать.

Поэтому процесс выбора банка достаточно сложный. В каждой сделке мы конкурируем с 5–6 банками. Если получаем мандат, то он основан на комбинации нашего понимания данного сектора, опыта сделок, истории общения с данным клиентом, и, наверное, важно присутствие какого-то личного взаимопонимания, личной «химии отношений».

Занимается ли инвестбанк реструктуризацией компании-клиента?

Многие считают, что не нужно нанять банк на сопровождение юридической реструктуризации, достаточно нанять юристов, которые сделают целевую структуру и начнут перестройку.

Но вопрос заключается именно в экономическом смысле реструктуризации. Зачастую мы приходим в компанию, и нам показывают целевую структуру, объясняя: «Мы подумываем об IPO через 2–3 года и мы знаем, что такую же структуру сделала себе компания X, когда вышла на размещение. А компания X такая же, как мы».

И тут приходится убеждать, что они — другие: нет двух одинаковых компаний, у каждого есть своя специфика, даже в одном и том же секторе. Различия могут быть, например, в денежных потоках — где находится центр прибыли, где центр затрат? И заканчивая, например, налоговыми обстоятельствами у бенефициаров, так как налоговая база на принадлежащие им акции может быть совершенно



Самостоятельный поиск инвестора отнюдь не максимизирует стоимость компании.

Олег ЛУХТОН,
исполнительный директор
ФК «Уралсиб»

другая. То, что работает для одного, не работает для другого. Брать схему, которую кто-то из «большой четверки» 3 года назад разработал для кого-то другого, без анализа, что должно получиться в этом конкретном случае, категорически нельзя. И это один из примеров, когда мы делаем работу, которая, в принципе, не оплачивается — компания ведь может нас и не нанять.

Буквосочетание «IPO» очень растиражировано — зачастую акционеры говорят «мы хотим IPO», а когда начинаешь с ними разговаривать, понимаешь, что именно они хотят, выясняется, что IPO — это не самое оптимальное решение для достижения их задач, могут быть и другие способы. Поэтому очень важно понять, что именно хотят акционеры компании.

То есть инвестбанк должен ставить задачу остальным консультантам. Кто кроме юристов может еще потребоваться?

Иногда, когда мы видим, что проблемы не в финансовом инжиниринге, а в операционной деятельности — процессы построены не оптимально, рентабельность ниже, чем у конкурентов — тогда мы рекомендуем нанять консультантов по операционному менеджменту.

Бывает и так, что операционные проблемы вызваны неправильной структурой капитала: слишком велик долг, велики процентные выплаты, компания постоянно ищет деньги на рефинансирование текущих долгов и это становится отвлекающим фактором для топ-менеджмента: банально не хватает времени на операционное управление. Тогда это именно наш вопрос — такой компании просто надо что-то делать со структурой капитала: переводить краткосрочные деньги в долгосрочные, думать о привлечение акционерного капитала и т. д.

Насколько универсальна схема выбора источников финансирования «кредиты — облигации — акции»?

Да, конечно, существует такая универсальная «калька», но существует и суровая жизненная реальность — очень много зависит от сектора и от самой компании.

Возьмем, к примеру, компании, которые делают и продают контент для мобильных телефонов. У компании может быть выручка около \$250–300 млн, затраты минимальные, доходность бизнеса высокая,