



## **«Финансы инновационной компании»**

### **Модуль 3**

#### **Prereading**

##### **Вход венчурного инвестора в компанию**

1. *Особенности финансирования компаний венчурными инвесторами*
2. *Структурирование сделки*
3. *Основные финансовые инструменты венчурных инвесторов*
4. *Особенности осуществления венчурных инвестиций*
5. *Особенности проведения выкупов*

После того, как управляющие венчурного фонда выбрали объект инвестирования, они начинают подготовку к входу в компанию-претендента на получение инвестиций. Процесс подготовки может занимать довольно длительное время - до полугода, а иногда и дольше. Наибольшее внимание в данном процессе уделяется процедуре комплексной проверки предприятия (due diligence), описанной в III модуле. На основании проведенного тщательного изучения и оценки венчурной компании управляющие фондом принимают решение о структуре и цене сделки. Во многом решение зависит от характера бизнеса компании - претендента на получение инвестиций, ее размера, стадии развития и возможных направлений использования полученных средств.





## 1. Особенности финансирования компаний венчурными инвесторами

**Прямые инвестиции (Private equity)** - инвестиции в акционерный капитал компаний, акции которых не зарегистрированы на фондовой бирже и не участвуют в свободном обращении на фондовом рынке. Этот вид инвестиций, как правило, используется для проведения научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ, увеличения оборотного капитала, приобретения новых компаний или улучшения структуры баланса. Прямые инвестиции помогают управляющим и владельцам частных компаний решать возникающие перед ними проблемы, как то: наследование семейного бизнеса или выкуп (приватизация) компаний внутренними управляющими (МВІ) или управляющими со стороны (МВО).<sup>1</sup>

В мировой практике существуют различные варианты разделения понятий прямые и венчурные инвестиции, в частности, классическое понимание венчурного капитала включает в себя только инвестиции, направляемые в растущие высокотехнологичные компании.

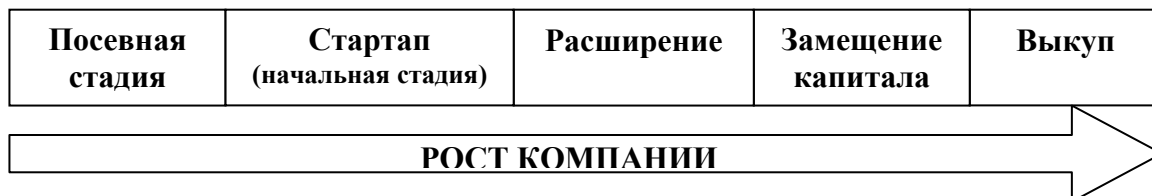
В российской практике понятия венчурный капитал и прямые инвестиции в связи с рядом особенностей развития индустрии высокотехнологичных инвестиций считаются практически идентичными понятиями. В связи с этим в рамках данной лекции будут рассмотрены особенности финансирования компаний венчурными инвесторами на всех стадиях развития, а не только на стадии роста.

Классическая модель роста компании выглядит следующим образом:

### Схема №1

<sup>1</sup> Российская Ассоциация Венчурных и Прямых Инвестиции, [www.rvca.ru](http://www.rvca.ru)





Данная схема позволяет получить наиболее общее представление о жизненном цикле фирмы и направлении использования инвестиций.

**Посевная стадия** – стадия развития компании, на которой финансирование предоставляется для исследовательских работ, оценки и развития первоначальной бизнес-концепции до достижения бизнесом фазы стартапа.

**Стартап** – стадия развития компании, на которой финансирование предоставляется для развития продукта и первоначального маркетинга. Компании на этой фазе могут находиться в процессе регистрации как юридические лица или уже быть зарегистрированными некоторое время. Однако данная стадия предполагает, что продукт еще не запущен в серийное производство и его производство не приносит доход.

**Расширение** – стадия развития компании, на которой финансирование предоставляется с целью обеспечения роста компании и расширения производства на предприятии, которое вышло на границу самоокупаемости или приносит доход. Капитал может быть использован для увеличения объема производства, улучшения производимого товара или услуги, маркетинга или для увеличения размера оборотного капитала. В эту стадию включается промежуточное (мезанин) финансирование (mezzanine-bridge financing), а также антикризисное финансирование. Mezzanine-Bridge financing – смешанное финансирование, которое обычно





осуществляется на стадии подготовки к IPO – первичному публичному размещению акций компании, занимающее от 6 месяцев до 1 года.

**Замещение капитала** – покупка акций у другого инвестора для изменения соотношения собственных средств к заемным (gearing) путем рефинансирования задолженности.

**Выкуп** – приобретение контрольного пакета акций в сформировавшейся компании.<sup>2</sup>

Соответственно, на каждом этапе у фирмы существуют определенные нужды в привлечении внешнего финансирования. В реальности существует большое количество источников финансирования, приемлемых для каждого уровня развития предприятия. В данной лекции будут рассмотрены возможности использования венчурных инвесторов как источника капитала компании.

Расширенный вариант представленной выше схемы с учетом источников финансирования, привлекаемых на каждом этапе, выглядит следующим образом<sup>3</sup>:

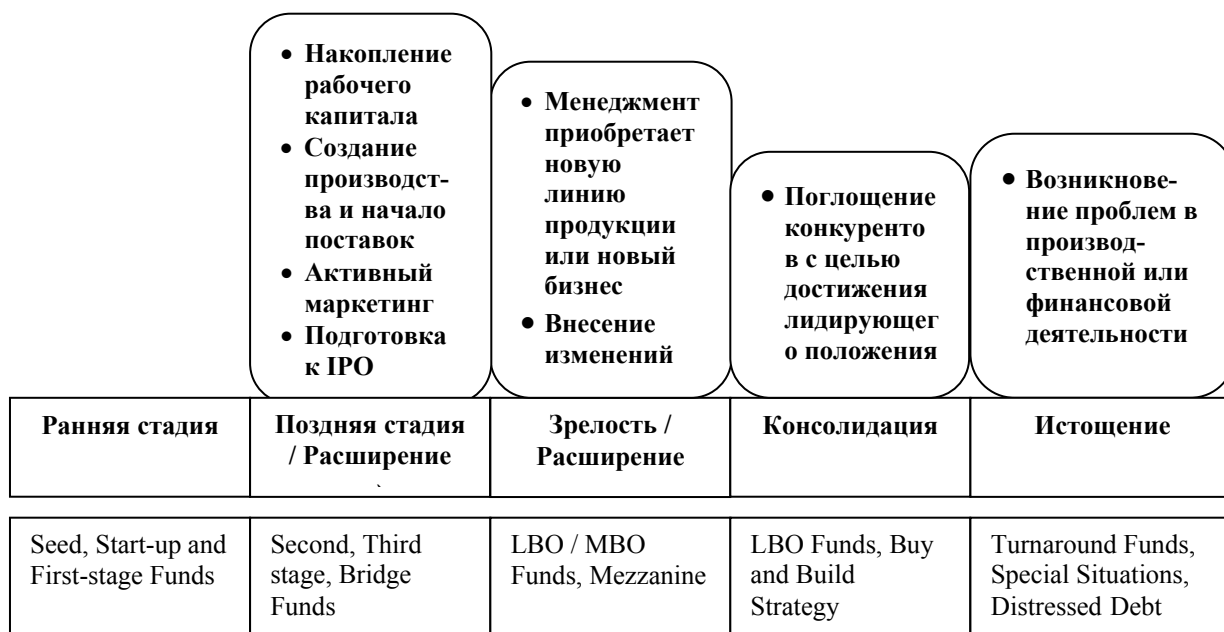
## **Схема №2**

---

<sup>2</sup> Why and How to Invest in Private Equity, Alex Bance, EVCA, 2002

<sup>3</sup> П.Г. Гулькин, Венчурные и прямые частные инвестиции в России: теория и десятилетие практики, «Альпари СПб», Санкт-Петербург, 2003, стр. 40





Из приведенной диаграммы видно, что на каждом последующем этапе жизненного цикла компании требуется больший объем средств и более сложные финансовые инструменты, по сравнению с предыдущим. В связи с этим в ходе данной лекции будут рассмотрены 3 основных направления использования прямых инвестиций, которые распределены по стадиям развития предприятия.

- финансирование ранних стадий развития предприятия (венчурные инвестиции в оригинальном понимании этого термина) – *ранняя стадия и расширение*
- сделки выкупа (наиболее сложные с финансовой точки зрения сделки в индустрии прямых инвестиций) – *зрелость, консолидация*





- мезонин финансирование (промежуточное финансирование) – *расширение и зрелость*

Для того, чтобы получить представление об особенностях каждого из перечисленных выше направлений инвестирования, необходимо определить понятие «структурирование сделки» и познакомиться с основными финансовыми инструментами, используемыми венчурными инвесторами в финансовой структуре сделок.

## **2. Структурирование сделки**

**Структурирование сделки** – разработка деталей транзакции для закрепления ее в юридическом соглашении, которое станет основой взаимоотношений всех заинтересованных в компании сторон.

Структура сделки должна:

- Удовлетворять требованиям и балансировать соотношение риска и доходности для всех участников транзакции;
- Быть относительно простой и прозрачной, позволяющей минимизировать вовлечение консультантов, в тоже время учитывать все возможные варианты развития событий;
- Четко соответствовать юридическим нормам страны, на территории которой происходит процесс инвестирования.

Основными элементами структурирования сделки являются:

- Комплексная проверка предприятия (Due Diligence);
- Оценка компании;
- Использование финансовых инструментов





На основании проведения комплексной проверки предприятия (due diligence) и оценки компании инвестор принимает решение о предварительной структуре сделки. В процессе переговоров с менеджментом компании достигается окончательное соглашение об условиях осуществления инвестиций. Оно фиксируется в юридическом документе term sheet (соглашение об условиях – см. приложение №1) и уставе компании.

Большую роль в решении вопроса об определении окончательной структуры сделки играют правовые аспекты. Одним из наиболее сложных аспектов структурирования сделок в соответствии с законами РФ является отсутствие свободы контрактов. В США инвестор и предприниматель могут юридически оформить практически любые условия в shareholder agreement (соглашение собственников, устав). В связи с этим инвестор получает возможность получить дополнительные гарантии защиты своих вложений. В РФ договор может быть составлен только в соответствии с законодательством страны, во многом неполном и несовершенном на настоящий момент, в связи с чем несет дополнительные риски. Поэтому, очень часто можно встретить ситуацию, когда решающие вопросы при разрешении разногласий между собственниками (инвестором и предпринимателем) находятся в правовой юрисдикции страны с более развитой правовой системой. Обычно это осуществляется путем регистрации оффшорных компаний и определения страны, чьим законодательством будут руководствоваться собственники при решении конфликтов.





### 3. Основные финансовые инструменты венчурных инвесторов

Основные финансовые инструменты, используемые венчурными инвесторами для структурирования сделок, можно разделить на:

- акционерный капитал;
- квазиакционерный капитал;
- долговое финансирование;
- экзотические инструменты.

От комбинации этих инструментов в конечной структуре сделки будет зависеть соотношение уровня риска, принимаемого на себя инвестором и окончательной доходности проекта.

Акционерный капитал является наиболее рискованным финансовым инструментом, но при этом, наиболее прибыльным в случае успеха предприятия. В него входят:

- обыкновенные акции;
- привилегированные акции;
- опционы;
- варранты.

Обыкновенные акции. Владельцы обыкновенных акций – основные владельцы компании. Основное отличие акционеров от остальных сторон, принимающих участие в деятельности предприятия (работников, поставщиков, подрядчиков) состоит в том, что их доля не является фиксированной, как у остальных участников. Акционеры получают разницу





между активами компании и ее обязательствами перед остальными сторонами.

Менеджмент компании всегда будет стремиться к владению как можно большей долей акций. Одним из основных аспектов переговоров с менеджментом будет определение доли акций компании, которую они смогут выкупить. При решении данного вопроса венчурные инвесторы принимают во внимание следующие факторы:

- **Объем денежных средств, предоставляемых менеджментом компании.** Как правило, практика выкупа акций компании менеджментом является дополнительной мотивацией. Сумма, которой рискуют менеджеры, должна быть значительной для них, однако не настолько крупной, чтобы страх потерять эти средства мешал им принимать риск, присущий любой стратегии развития предприятия. В случае если этой суммы недостаточно для выкупа запланированной доли обыкновенных акций компании, то инвестору необходимо искать дополнительные инструменты для структурирования сделки. Одним из них являются опционы.
- **Достойный уровень вознаграждения менеджменту компании.** Во многом, уровень вознаграждения управленцев определяется риском, присущим данному конкретному предприятию. Как правило, чем выше риск, тем больше должно быть вознаграждение для менеджеров. Следовательно, чем моложе компания, тем, как правило, больше доля акций, на которую может рассчитывать владелец после входа венчурного инвестора. Однако, во многом, этот вопрос решается в ходе переговоров между менеджментом и инвестором





на основании анализа факторов, характерных для каждой конкретной сделки.

- **Потенциальное увеличение команды менеджеров.** Очень вероятно, что с ростом компании команда менеджеров, принимающих участие в распределении прибыли, будет расширяться. Вопрос о том, каким образом будет определяться доля новых управленцев, и как будет меняться структура акционеров вследствие этого, должен быть решен на этапе структурирования сделки.
- **Мотивация менеджмента компании.** В большинстве случаев инвестору выгодно установить определенные механизмы, позволяющие менеджменту докупать обыкновенные акции в случае перевыполнения плана. Структура и условия подобного выкупа акций должны быть определены на этапе структурирования сделки.

**Привилегированные акции** являются частью акционерного капитала компании, однако участие владельцев этого вида акций в активах и прибыли компании заранее определено. В большинстве случаев, владельцы привилегированных акций получают номинальную стоимость акций в случае их продажи и имеют право на фиксированные дивиденды в случае, если компания получает достаточную прибыль для их выплаты. Часто встречается условие выплаты всех невыплаченных дивидендов в периоде, в котором получена достаточная для этого прибыль. Помимо этого, в случае наступления заранее определенных условий (продажи компании, IPO) привилегированные акции могут выкупаться с заранее определенным мультипликатором к их номинальной стоимости.





**Опционы** являются производным финансовым инструментом. Существуют две основные разновидности опционов – опционы call и опционы put.

Опцион call дает право его владельцу купить актив в будущем по заранее определенной цене. Опцион put дает право владельцу продать актив в будущем по заранее определенной цене. Следует отметить, что опционы не являются обязательствами, т.е. владелец опциона в зависимости от рыночной ситуации может самостоятельно принимать решение продавать (покупать) или нет по цене исполнения опциона.

Существует еще одна классификация опционов:

- Американский опцион – владелец опциона может его исполнить в любой момент до даты исполнения;
- Европейский опцион – владелец может его исполнить только в дату исполнения.

В венчурных сделках, как правило, используются опционы call. Существует целый ряд возможностей использования опционов:

- Мотивация для менеджмента – возможность выкупать дополнительные акции по определенной цене в будущем (условием исполнения может быть как определенная дата в будущем, так и достижение определенных финансовых результатов);
- Защита инвестора – в случае, если менеджмент не в состоянии выполнить условия, поставленные инвестором, то последний имеет право увеличить свою долю в акционерном капитале;
- Получение прибыли от владения обыкновенными акциями – если у предпринимателя европейский call опцион с датой





исполнения через 3 года, то инвестор имеет возможность в течении этих 3 лет получать все преимущества владельца обыкновенных акций;

- **Компромиссный вариант структуры собственников обыкновенных акций** – в случае разногласий менеджмента компании и инвестора относительно бизнес-плана существует возможность использовать опцион для нахождения компромисса. Поскольку параметры бизнес-плана являются одним из основных факторов, влияющих на распределение акционерного капитала, можно использовать call опцион, условием которого является достижение показателей бизнес- плана. Таким образом, снимается конфликт инвестора и менеджмента.

**Варранты** являются схожими с опционами инструментом – они дают право покупать ценные бумаги по заранее определенной цене, таким образом, их роль в структурировании сделок аналогична роли опционов. Как правило, варранты идут в пакете с другими ценными бумагами, в основном с долговыми обязательствами.

### **Квазиакционерный капитал**

Основные два инструмента, используемые венчурными инвесторами:

- **акции, подлежащих выкупу;**
- **конвертируемые долговые обязательства**

**Акции, подлежащие выкупу** обычно являются привилегированными акциями, которые компания имеет право выкупить в будущем, в случае накопления достаточного объема денежных средств. Таким образом,





владельцы данного типа акций имеют право получать дивиденды по привилегированным акциям на протяжении всего периода владения (до выкупа их компанией). Этот финансовый инструмент позволяет инвестору вернуть большую часть инвестиций без продажи обыкновенных акций, которые принесут наибольшую прибыль в случае успеха компании.

**Конвертируемые долговые обязательства** позволяют инвестору получать фиксированную доходность до момента выплаты основной суммы долга. Можно выделить следующие преимущества этого инструмента:

- **Налоговый щит** – процентные выплаты по кредитам вычитаются из прибыли до налогообложения;
- Для выплаты процентов не требуется наличие чистой прибыли у компании;
- **Возможность конвертации** – в случае успешного развития компании инвестор имеет возможность конвертировать кредит в обыкновенные акции компании для получения большей прибыли;
- **Наиболее высокая позиция в очереди на погашение** – в случае банкротства компании кредиты имеют преимущество в очередности погашения перед акционерным капиталом. Помимо этого кредитор может потребовать обеспечение под кредит, что еще больше снижает риски значительной потери средств для инвестора.

Необходимо отметить недостаток, присущий данному инструменту. Кредит является обязательством компании, таким образом, наличие на балансе значительного кредита, обеспеченного активами компании, делает компанию менее привлекательной для других кредиторов,





поскольку в случае дефолта их требования могут быть удовлетворены только после того, как компания выплатит требования владельца конвертируемого кредита.

Оба инструмента позволяют инвестору обеспечить защиту своих инвестиций в случае неблагоприятного сценария развития компании, в тоже время, позволяя реализовать преимущества владельцев акционерного капитала в случае благоприятного развития событий.

**Долговое финансирование** – последний элемент структуры сделки. Кредит является инструментом с фиксированной нормой доходности (процентной ставкой) и, следовательно, является наименее привлекательным с точки зрения венчурного инвестора. Кредит может быть как обеспеченным частью активов компании так и не иметь подобного обеспечения. Очевидно, что чем больше объем долга, который предоставляет инвестор самостоятельно без привлечения третьей стороны, тем ниже доходность его инвестиций. В связи с этим, как правило, кредиты предоставляются третьими сторонами, например, банками.

Следует отметить важную особенность долгового финансирования, которая особенно ярко проявляется в сделках выкупа с привлечением большого количества заемных средств – создание финансового рычага. Инвестор вкладывает свои средства в акционерный и квазиакционерный капитал, а весь долг предоставляют третьи стороны, таким образом, компания получает необходимый объем финансирования, а инвестор, вложив около одной трети средств, получает намного больший возврат на





инвестиции, чем, если бы он предоставлял весь необходимый капитал самостоятельно.

**Экзотические инструменты.** В странах с развитыми рынками капитала возможно применение большого числа экзотических инструментов, специфичных для конкретных сделок, однако в России использование подобных инструментов нерационально в связи с рядом недостатков законодательства, низким уровнем развития банковской системы и высоким уровнем риска.

#### **4. Механизм осуществления венчурных инвестиций**

В данном разделе основное внимание будет уделено рассмотрению особенностей финансирования ранней стадий развития предприятия и его расширения.

Компания на данной стадии первый раз обращается к венчурному инвестору. На более ранних этапах развития предприниматель обходился собственными средствами или привлекал так называемых бизнес-ангелов, поскольку очень немногие венчурные фонды финансируют самые ранние стадии развития компании (семенную и стартап).

Основной характеристикой данного этапа является привлечение незначительного объема средств и использование относительно простых финансовых инструментов для структурирования сделки.

Наиболее часто встречается следующая схема финансирования предприятий венчурными инвесторами: все инвестиции, направляемые в компанию, делятся на транши, или раунды.





Первый раунд начинает отношения венчурного инвестора и менеджмента компании. Как правило, капитала, полученного компанией на этом этапе, хватает на достижение определенного в бизнес-план результата, однако для дальнейшего роста компании требуются дополнительные инвестиции.

Следовательно, инвестор осуществляет второй раунд инвестиций и так далее до момента, когда инвестор готов выйти из компании или не видит необходимости дальнейших инвестиций. Следовательно, уже на моменте заключения договора об осуществлении первого раунда инвестиций венчурный фонд должен примерно представлять потребности компании в будущем и принимать необходимые действия.

Во-первых, с высокой долей вероятности будет еще несколько раундов инвестиций, на осуществление которых у фонда должен быть зарезервирован запас денежных средств. Во-вторых, в будущем в компанию могут придти другие инвесторы, размывая тем самым долю, которую фонд получает при финансировании первого раунда. В данном случае фонд должен предусмотреть различные варианты развития событий и постараться защитить свои вложения.

Существуют различные варианты защиты от размывания доли венчурного инвестора. Они могут быть основаны на опционных программах, определении прав инвестора в случае угрозы размывания его доли в соглашении об осуществлении инвестиции (term sheet) и пр.

Осуществляя инвестиции траншами, инвестор минимизирует риск потери большей части своих вложений. Каждый последующий раунд является логическим продолжением предыдущего в случае его успеха. Важным фактором является потребность предприятия в деньгах в





конкретный момент времени. Поскольку маловероятно, что начинающей компании требуется получить все необходимые для развития финансовые средства одновременно, инвестор имеет возможность максимизировать возврат на капитал, осуществляя инвестиции траншами.

Предприниматель, в свою очередь, не получает излишнего объема финансовых ресурсов в свои руки, что позволяет минимизировать оппортунистическое поведение менеджмента компании.

Важную роль в деятельности венчурных инвесторов играют «синдикаты» – объединения нескольких венчурных инвесторов для финансирования одной компании. Подобные объединения позволяют получить синергетический эффект как для компании, так и для самих инвесторов. Привлечение фондов из разных географических зон позволяет компаниям диверсифицировать свою международную деятельность и получить доступ к источникам информации, которые были бы недоступны для инвесторов из одной географической зоны. Потенциальный интерес предоставляет синдикат фондов с разными инвестиционными стратегиями. Если удастся сформировать синдикат из фондов, специализирующихся на стадии развития компании и привлечь один или несколько венчурных фондов крупных инвестиционных банков, то опыт работы первых с молодыми технологичными компаниями и возможности вторых по выведению компаний на IPO позволяют получить очень ценное сочетание, которое выгодно как инвесторам, так и предпринимателям.

Основными финансовыми инструментами, применяемыми на данной стадии, являются обыкновенные и привилегированные акции, конвертируемые акции и долговые обязательства, а также опционы. В





мировой практике широко распространено использование различных финансовых инструментов. В России инвесторы чаще всего прибегают к наиболее простым инструментам – обыкновенным и привилегированным акциям, лишь иногда используя опционы и конвертируемые обязательства.

### **Роль венчурного инвестора в управлении компанией**

Основная цель венчурного инвестора – стать полноправным акционером компании. Таким образом, он может получить кресло в совете директоров и участвовать в управлении компанией. Для реализации этой цели достаточно обыкновенных акций как инструмента структурирования сделки, однако желание хеджировать свои риски делает необходимым использование других финансовых инструментов.

В большинстве случаев инвестор не стремится получить полный контроль над портфельной компанией, оставляя достаточно стимулов для менеджмента. Венчурный капиталист, прежде всего, источник инвестиционных ресурсов и советник в различных аспектах деятельности предприятия, непосредственное управление компанией в большинстве случаев не является целью инвестора.





Отдельно стоит отметить инструмент, характерный только для венчурных сделок: венчурное кредитование.

**Венчурное кредитование** можно разделить на:

- венчурный лизинг;
- венчурные займы

**Венчурный лизинг** является гибридом традиционного лизинга и венчурного капитала, который ориентирован на специфический сегмент рынка - компании на ранней стадии развития, получившие первый раунд венчурных инвестиций и нацеленные на потенциальное проведение IPO. Подобные компании стараются как можно эффективнее использовать полученные венчурные инвестиции и не тратить их на приобретение необходимого оборудования и инфраструктурные элементы, чтобы не пришлось в дальнейшем размывать долю собственников в компании, привлекая дополнительные венчурные инвестиции.

В типичной сделке венчурного лизинга лизингодатель отдает требуемое оборудование в лизинг (лабораторное оборудование, компьютеры и т.п.) малым растущим компаниям. Лизингополучатель обязуется ежемесячно производить выплаты за использование оборудования, а также предоставить лизингодателю долю в акционерном капитале, привязанную к стоимости оборудования в лизинге, в форме warrants. Warrants предназначены для компенсации риска лизингодателю, который сдает оборудование в лизинг компании, которая практически не имеет возможности получить оборудование с помощью традиционных финансовых схем.





**Венчурные займы** могут понадобиться компании на более поздней стадии развития. Они, как правило, используются для покрытия необходимости компании в оборотном капитале для разработки продукта, географической экспансии или приобретения сопутствующих технологий. Стоимость предоставления капитала – это фиксированная процентная ставка, выплата основной суммы долга и небольшая доля warrants для компенсации высокого уровня риска, принимаемого на себя инвестором.<sup>4</sup>

Венчурное кредитование не существует без рынка венчурного капитала, и большинство сделок приходят от венчурных фондов, которые ищут возможности использовать более дешевое финансирование для своих компаний, чем капитал фондов. Обычно венчурным кредитованием занимаются отдельные фонды, которые специализируются только на данном классе финансовых инструментов, однако иногда можно встретить венчурные фонды, которые часть своего капитала направляют в венчурное кредитование портфельных компаний. В основном это явление характерно для рынков с неразвитой инвестиционной инфраструктурой, например, рынка России.

## **5. Механизм проведения выкупов**

**Сделка выкупа** – это передача права собственности от акционеров компании менеджерам.

Традиционно, сделки выкупа делят на следующие категории MBO, MBI, BIMBO, Conglomerate Spin-off, Leveraged Recap<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> European Venture Capital Journal, Angela Sormani: “Venture finance: enhancing growth”, Jul 5, 2004

<sup>5</sup> Morgan Stanley, presentation LBO-finance, 2002.





**MBO (Management Buyout)** – выкуп компании управляющими. В состав акционеров новой компании входит фонд выкупа и менеджмент компании.

**MBI (Management Buyin)** – Выкуп компании управляющими со стороны. В состав акционеров новой компании входит фонд выкупа и команда профессиональных менеджеров, ранее не связанных с компанией.

**BIMBO (Buyin Management Buyout)** – Выкуп компании объединенной командой управляющих – внешних и внутренних. В состав акционеров новой компании входит фонд выкупа и составная команда менеджеров, часть – топ-менеджмент компании, часть – ранее с компанией не связанные.

**Conglomerate Spin-off** – выкуп у предприятия его непрофильного подразделения, обычно осуществляется совместно с топ-менеджментом данного подразделения.

**Leveraged Recap** – выкуп, организованный внутри самой компании для решения финансовых проблем, часто используется как частичный выход инвестора в случае необходимости срочной реализации части инвестиционного портфеля.

Все сделки выкупа осуществляются с использованием большой доли заемных средств в финансовой структуре сделки. Однако наиболее отягощенные долгом сделки, где доля капитала фондов не превышает 40% в общей стоимости выкупаемой компании, называют LBO (Leveraged Buyout) – выкупы с использованием финансового рычага.

В рамках данной лекции будут рассмотрены этапы типичной сделки LBO, как наиболее характерного примера сделки выкупа с точки зрения





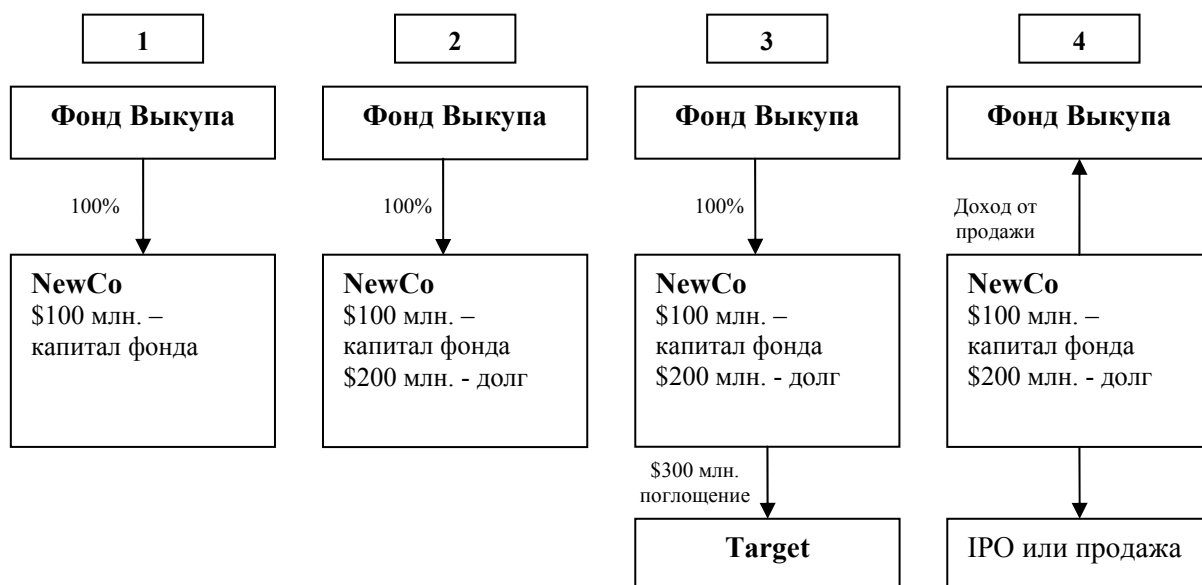
структурирования и использования разнообразных финансовых инструментов.

Этапы сделки LBO:

1. Создание за счет средств фонда компании «NewCo» для поглощения акций или активов существующей компании «Target»;
2. Привлечение заемных средств для финансирования поглощения (банковский кредит, корпоративные долговые обязательства – в основном мусорные облигации – junk bonds, мезонин финансирование);
3. Развитие направлений бизнеса, способных генерировать значительные денежные потоки для обслуживания и выплаты долга;
4. Использование программ по уменьшению затрат и продаже не приносящих достаточных денежных потоков направлений бизнеса;
5. Выход через IPO или продажу бизнеса.

**Схема №3**





- Фонд выкупа совместно с менеджментом создают NewCo с капиталом \$100 млн.

- NewCo занимает \$200 млн. у банков и на фондовом рынке

- NewCo поглощает исходную компанию, используя привлеченные \$300 млн.
- Денежные потоки компании идут процентные выплаты и погашение задолженности

- Фонд продает бизнес
- Выплачивает оставшийся долг
- Оставшиеся средства идут инвесторам фонда

Первым шагом сделки LBO является проведение процедуры комплексной проверки предприятия (due diligence) и оценки компании, подлежащей выкупу. В отличие от аналогичных процедур, применяемых венчурными инвесторами для оценки стартапов и растущих компаний, сделка LBO требует несколько иного подхода: основной заботой инвестора является генерация компанией постоянного и стабильного денежного потока. Этот фактор наиболее важен в сделках, отягощенных большой долей долга в структуре капитала NewCo, поскольку компания обязана регулярно осуществлять процентные выплаты по всему объему





долга. Следовательно, моделирование денежных потоков и поиск возможностей для их увеличения становится основой изучения компании.

Классическими мероприятиями, которые инвестор проводит после вхождения в компанию, являются снижение издержек и продажа непрофильных активов компании. В зависимости от конкретной сделки инвестор будет искать дополнительные возможности по максимизации денежных потоков компании.

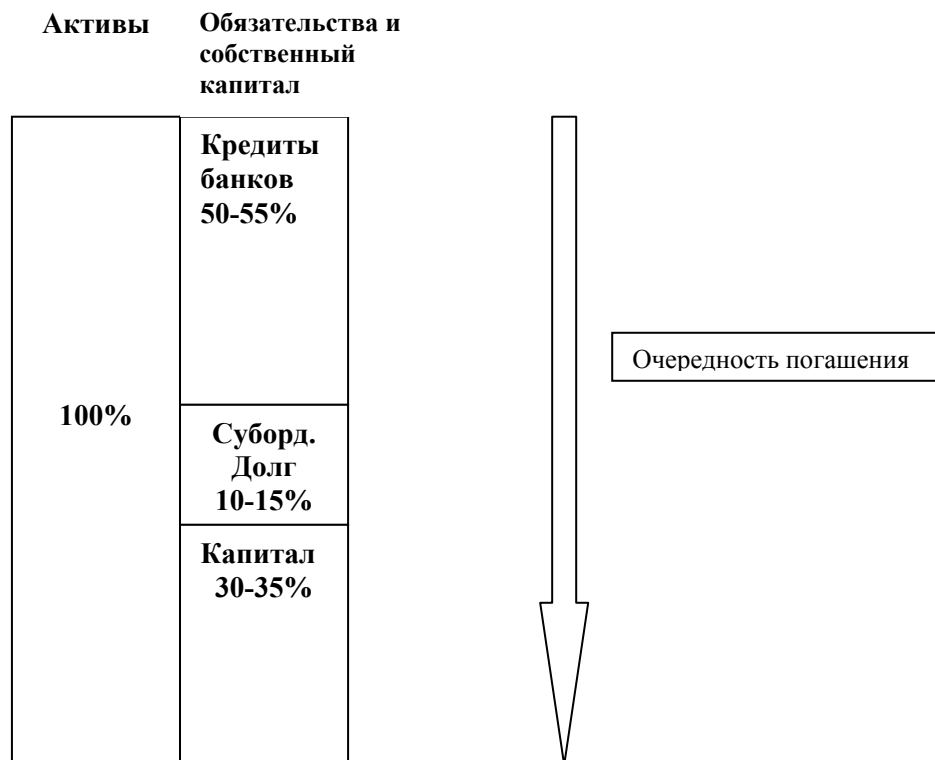
Венчурные инвесторы обычно не стремятся получить контроль над портфельной компанией. Для управляющего фонда выкупа получение контрольного пакета в большинстве случаев является необходимостью. Ряд мероприятий, которые планируется провести за время участия в деятельности компании, могут не получить одобрения менеджмента, что поставит под угрозу реализацию схемы выплаты долга и, соответственно, судьбу инвестиций.

Учитывая тот факт, что объектом LBO чаще всего становится крупная традиционная компания, фонду выкупа требуется большой объем средств для осуществления трансакции. Капитал фонда ограничен, и инвестор не склонен финансировать всю сделку только своим капиталом, поскольку такое решение увеличивает риск и снижает норму возврата.

Примерная финансовая структура сделки LBO представлена на схеме №4.

**Схема №4**





Структура капитала сделок LBO за последние несколько лет выглядит следующим образом<sup>6</sup>:

%	2001	2002	2003
<b>Долг</b>	55,6	55,2	56,9
<b>Субординированный долг</b>	13,4	12,2	12,8
<b>Капитал</b>	31,0	32,6	30,3

<sup>6</sup> Fitch Ratings, “An ever expanding union: the increasing geographical diversity of European LBO issuance”, 20 April 2004





Теперь рассмотрим подробнее элементы структуры капитала сделки LBO, инструменты, применяемые фондами выкупа, и особенности их использования.

**Капитал** является необходимой частью любой сделки. Фонды выкупа обычно имеют достаточно высокую капитализацию, гораздо выше, чем у венчурных фондов, однако механизмы осуществления инвестиций довольно схожи. Основным различием, которое выделяет сделки выкупа в отдельную категорию, является факт перехода права собственности от акционеров компании к менеджерам и фонду выкупа. В связи с этим капитал в структуру новой компании предоставляет как фонд, так и менеджмент компании, хотя, как правило, доля управленцев невелика.

Основным инструментом стимулирования менеджмента становятся хорошо проработанные опционные программы, которые позволяют максимально заинтересовать управленцев в успехе компании, поскольку личное благосостояние напрямую зависит от результата их деятельности.

В связи с тем, что фонду требуется получить приемлемый уровень доходности на инвестиции, он ограничен в использовании собственного капитала. Основным инструментом в структуре сделки является долг. Таким образом, создается финансовый рычаг.

При структурировании сделок специалисты в области прямых инвестиций уделяют большое внимание использованию финансового рычага. Прибыльность сделки во многом зависит от объема привлеченных заемных средств и условий их привлечения. Многие представители компаний с сомнением смотрят на структуру сделок, где реальные денежные средства занимают лишь малую часть, поскольку пирамида долга ставит компанию в опасное положение. В случае неточности





прогнозирования будущих денежных потоков или неблагоприятных внешних факторов, обремененная долгом компания может оказаться на грани банкротства. В результате, инвесторам приходится сохранять баланс между желанием использовать как можно больше заемных средств для увеличения своей прибыли и возможностью обанкротить предприятие и потерять часть своих вложений.

**Банковские кредиты** являются основным источником капитала в структуре сделок LBO. Их доля нередко превышает 50% в общей структуре капитала NewCo. Во многом, такое широкое использование кредитов обусловлено их относительной дешевизной для компании. Однако у инвестора обычно нет возможности использовать только банковские кредиты и капитал в структуре сделки, поскольку консервативные банки не склонны предоставлять компании, идущей на LBO, кредиты без обеспечения. Следовательно, в структуре капитала NewCo остается провал, который необходимо чем-то заполнить.

**Субординированный долг** используется для покрытия недостающей части капитала NewCo. У фонда выкупа есть два основных варианта получения субординированного долга:

- Высокодоходные необеспеченные облигации (high yield);
- Мезонин финансирование (mezzanine)

**Высокодоходные облигации** получили широкое распространение на рынке США в 80-е годы прошлого века. Основная их особенность в том, что они не обеспечены активами компании, и в случае дефолта





вероятность вернуть инвестиции является достаточно низкой, поскольку требования их владельцев будут удовлетворяться только после выплат основным кредиторам компании. В связи с этим, более высокий риск компенсируется более высокой доходностью, чем у классических корпоративных облигаций.

Эмиссия высокодоходных облигаций в нормальных условиях компанией маловероятна, поскольку стоимость такого долга гораздо выше, чем других финансовых инструментов. В связи с этим основной сферой использования этого инструмента стал рынок слияний и поглощений, в частности проведение сделок LBO.

Основной сложностью при проведении эмиссии высокодоходных облигаций является то, рынок во многом зависит от сложившейся конъюнктуры и настроений инвесторов, следовательно, в моменты подъема можно получить относительно недорогое финансирование на выгодных условиях, однако в моменты спада возможна ситуация, в которой использование этого инструмента станет слишком дорогим и, соответственно, нерациональным.

**Мезонин финансирование** является более дорогой, но и более гибкой альтернативой высокодоходным облигациям в структуре сделки. Фактически, мезонин финансирование – это краткосрочное, относительно дорогое финансирование, не требующее обеспечения. В основном оно используется компаниями для решения таких проблем, как выход на IPO, проведение LBO и т.п.: в моменты, когда у компании ограничены возможности привлечения капитала из других, более дешевых источников.

Иногда мезонин рассматривают как часть рынка прямых инвестиций, в основном, за счет роли мезонин фондов в подготовке компаний к IPO.





Примерно половина бизнеса мезонин фондов – финансирование сделок LBO, остальная часть приходится на обеспечение промежуточного финансирования для IPO, сделок рекапитализации и т.п.

Существуют две основных разновидности мезонин финансирования:

- Мезонин с варрантами (традиционный);
- Мезонин без варрантов

Мезонин финансирование с применением варрантов является нормой при условии, что сделка осуществляется без привлечения фонда прямых инвестиций. Таким образом, инвестор компенсирует высокий уровень риска, получая вместе с долговыми обязательствами варранты, дающие ему право в будущем реализовать преимущество участия в акционерном капитале компании, если она добьется успеха.

В случае участия в сделке фонда выкупа или другого инвестора, ситуация не столь однозначна. Часть фондов считают, что привлечение на свою сторону мезонин инвестора через варранты дает компании определенные преимущества, другие не готовы размывать свою долю, поэтому предпочитают использовать высокодоходные облигации или мезонин финансирование без варрантов.

Традиционным источником мезонин финансирования с варрантами являются мезонин фонды, которые рассчитывают на более высокую доходность, однако готовы принимать больший риск. Исторически доходность мезонин инструментов составляет 15-18% годовых.

Мезонин без варрантов был впервые использован в 1994 году. Инструмент построен практически также как мезонин с варрантами, однако вместо варрантов инвестор получает payment-in-kind (PIK) – заранее





определенную сумму денег в дополнение к выплате основной суммы при погашении долга.

Основным преимуществом подобного инструмента является большая стабильность денежных потоков при уровне доходности практически идентичном традиционному мезонину.

Различия этих двух инструментов позволяют получить представления о сферах их потенциального использования. Для традиционных компаний, генерирующих стабильные денежные потоки, скорее всего, подойдет мезонин без использования варрантов, тогда как для динамично растущих компаний, профинансированных венчурными инвесторами и нацеленных на проведение IPO, более приемлема традиционная схема мезонин финансирования.

