



WHITE TOWER

Carpe diem

Investment bankers

Частные размещения акций

Продажа бизнеса

WWW.WTIBANKERS.COM



КАК ЭТО БЫЛО <small>II Российский конгресс Private Equity 2010</small>	4
АГЕНТЫ ВЛИЯНИЯ <small>Placement agents и Secondaries – новые термины в словаре российского Private Equity</small>	10
ВРЕМЯ И M&A: <small>не думай о секундах свысока</small>	14

НОВОЕ ВРЕМЯ

Почему надо инвестировать в российскую индустрию Private Equity сегодня?

НОВОЕ ВРЕМЯ

Почему надо инвестировать в российскую индустрию Private Equity сегодня?



Бенджамин Вилкенинг,
Партнер инвестиционного
фонда Mint Capital

Российский рынок Private Equity, который пока никак нельзя назвать зрелым, выходит на новый – третий уровень своего развития. После периода дикой первичной приватизации в 90-х годах прошлого века и быстрого развития предпринимательства в первом десятилетии нынешнего Private Equity вошла в стадию консолидации, при которой все участники бизнеса: предприниматели, компании и финансовые рынки – стали значительно более зрелыми.

ПЕРВАЯ СТАДИЯ. «ХВАТАЙ, ЧТО ПЛОХО ЛЕЖИТ»

Начало первой фазы совпало по времени с кризисом, который вызвал крупные сдвиги в индустрии. Первая стадия становления рынка Private Equity в России продолжалась с начала приватизации до кризиса 1998 года. Это время запомнилось очень серьезными макропроблемами (гиперинфляцией, «виртуальной экономикой», высокими политическими и корпоративными рисками). В начале этого периода практически не было частного бизнеса – и, что очень важно, не было класса предпринимателей. В руководстве бизнесом доминировали «красные директора» и олигархи. Главное было захватить активы, о развитии бизнеса тогда не думали. Основным преимуществом периода была дешевизна приватизированных активов, которые приносили некоторым инвесторам невероятные прибыли, а другим – банкротство или «размывание» при переделе собственности.

ВТОРАЯ СТАДИЯ. ПРОБУЖДЕНИЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

Эта фаза ближе к понятию Private Equity, как его понимают на Западе, однако с существенными оговорками. Точнее, эта фаза скорее похожа на западный Venture Capital, т.е.

финансирование стремительного роста без использования долгового рычага. Создание частного бизнеса, начавшееся в середине девяностых, ускорило после кризиса 1998 года. Это заложило фундамент для инвестиций, похожих на венчурные, но без характерных рисков. Не было технологических рисков – при тотальном дефиците нужно было просто копировать лучшие западные практики. Не было рисков стартапа – фонды могли делать инвестиции в рост существующего успешного и прибыльного бизнеса. И это при показателях роста, характерных для венчурной индустрии. На незрелых рынках компании могут расти на 50-100% ежегодно в течение продолжительного времени сначала за счет внутренних ресурсов, затем при наличии умеренного долгового финансирования и инвестиций в уставной капитал. К тому же ситуация сопровождалась ростом мультипликаторов оценки стоимости частично за счет улучшения прозрачности и повышения уровня корпоративного управления, частично за счет надувающегося инфляционного пузыря.

Все это звучит слишком хорошо, чтобы быть правдой. И в самом деле, у всякой медали есть и обратная сторона. Ключевые проблемы этого этапа можно резюмировать

двумя словами: люди и оперативная эффективность. Значимость этих факторов усилилась еще до приближении кризиса. Самым важным фактором для успеха всегда являлся предприниматель. Именно он (в России мало женщин-предпринимателей) является мотором бизнеса. На раннем этапе развития PE индустрии в России драйв, энергия и гибкость – и еще честность – предпринимателей были ключевыми факторами успеха. Однако с ростом конкуренции в новом тысячелетии недостаток у многих предпринимателей профессиональных навыков и глубокой индустриальной экспертизы превращались в пассив. В такой ситуации фонды Private Equity могли (и должны были) привнести стоимость: помочь трансформировать бизнес из компании, зависящей от одного человека, в корпорацию с четким разделением уровня руководства и советом директоров. Однако с увеличением уровней зарплат управленцев в России этот процесс стал очень трудным. Поиск и удержание руководителей высшего и среднего звена в относительно маленьком портфельном предприятии были одними из самых трудных задач, стоящих перед фондами прямых инвестиций.

Были и другие проблемы. В эпоху инфляционного пузыря деньги, особенно долг, стали легко доступными. Это подталкивало предпринимателей стимулировать рост компании за счет избыточного долгового финансирования. Многие предприниматели концентрировались в основном на росте продаж, не обращая должного внимания на рост прибыльности и стабильности своих инвестиций. В результате кризис особенно больно ударил по тем компаниям, которые

1994-1998

**Post-privatization
grab**

1999-2008

**Entrepreneurial
Awakening**

2009-next bubble

Consolidation

или имели избыточную долговую нагрузку, или были недостаточно сфокусированы на прибыльности и денежном потоке, необходимом для обслуживания долга и обеспечения роста компании.

Возможности и проблемы второй фазы развития Private Equity лучше всего видны в секторе розничной торговли. Именно этот сектор отвечает всем тем замечательным критериям, что указаны выше: низкая капиталоемкость, очевидная возможность имитировать западные форматы, высокие темпы роста. Казалось, что проще – привлечь PE инвестора и расти, используя долговой рычаг. И действительно, иногда такая модель срабатывала – к радости инвестора и предпринимателя. Однако, те, кто рос слишком быстро, не обращая внимания на прибыль на квадратный метр торговой площади и чрезмерно увлекаясь долговым финансированием, оказались в незавидном положении, когда разразился кредитный кризис. Главный девиз розничной торговли не «все решает месторасположение» (location, location, location), а «все решает операционная эффективность» (retail is detail).

ТРЕТЬЯ СТАДИЯ. КОНСОЛИДАЦИЯ

Какие тенденции ждут нас на этом этапе? Есть хорошие новости и плохие новости. С созреванием все большего количества рыночных ниш органический рост компаний замедляется и ожидаемая внутренняя норма доходности по-видимому снизится. Слабых конкурентов выбросит на обочину дарвиновский отбор. Но в то же время появятся больше качественных сделок. Придут более способные предприниматели, более зрелые управленцы и более совершенные бизнес-модели. Увеличивающийся фокус на прибыльности и контроле за издержками, а не просто на росте, уменьшает риски. С развитием финансовых рынков появится и больше возможностей выхода: упрощенные процедуры IPO (в том числе и на местных площадках) и вторичные продажи бизнеса (фондом фонду).

Самый важный долгосрочный фактор перемен уже давал о себе знать и на предыдущей стадии. Речь идет о конкуренции, обусловленной накоплением соответствующих навыков, know-how и опыта. На ранних этапах развития самыми важными факторами успеха предпринимателей были энергия, упорство и гибкость. Но теперь всего это-

го недостаточно. Успешное развитие любой компании требует глубокого знания индустрии и операционного опыта. Профессионализация практически всех рынков за последние пять лет значительно возросла. Частично это объясняется привнесенным международными компаниями know-how, но, что еще важнее, опытом, накопленным местными руководителями и предпринимателями.

Когда лопнул пузырь дешевого долгового финансирования, подход к росту бизнеса и внешнему финансированию стал более взвешенным. Предприниматели открыли для себя важность хороших балансовых показателей и разумного соотношения заемного и собственного капиталов. Все большее число предпринимателей начали понимать роль инвесторов Private Equity как партнеров, способных повысить стоимость компании, а не как неудобный источник дорогого капитала.

С ростом зрелости компаний естественным образом растет и размер сделок. Если в середине прошлого десятилетия производитель продуктов питания мог запустить на заброшенном складе новую линию меньше чем за 5 миллионов долларов США, то теперь, если он хочет привлечь внимание потенциального стратегического инвестора, ему придется построить новое и чистое производственное здание. Теперь проект запуска нового продуктового бренда может потребовать от 20 до 50 миллионов долларов США, включая инвестиции в оборотный капитал и маркетинг.

Особое значение приобретает и такой фактор, как структура внешнего финансирования. Для большинства предпринимателей раньше этот вопрос решался просто. Сначала можно заложить все активы и акции компании в банках для получения кредитов, и лишь потом, если жажда дальше ускорить рост не утолена, идти к Private Equity. Теперь же и фонды, и предприниматели дозрели до более сложных форм финансирования, таких как lease-back и мезонинные инструменты. Во время второй фазы предпочтительной формой инвестиций был миноритарный пакет акций. Как и в западной практике венчурного финансирования, одним из основных условий успеха была мотивация предпринимателя на рост стоимости компании. По мере того, как компания развивается и на смену предпринимателю приходит наемный менеджер, создаются предпосылки для того, чтобы фонды пере-

ходили к выкупу компаний целиком с использованием собственных управленческих команд.

Интересные возможности открывает и сам процесс консолидации. Органический рост может быть профинансирован за счет долга и без привлечения Private Equity инвестора, однако все чаще будут появляться возможности роста за счет покупки компаний, и для финансирования такого рода операций потребуется привлечь инвестиции в уставной капитал. В последнее время появились два интересных явления – «усталый предприниматель» и «фокусирующийся олигарх». Многие предприниматели основывали свои компании в середине-конце девяностых. Пережив 10-15 лет в условиях возрастающей конкуренции, некоторые из них пришли к осознанию ограниченности собственных навыков и энергии как факторов роста стоимости компании. И им стало интересно или просто продать свой бизнес или передать его в руки профессионального менеджмента. Все это создает предпосылки для выкупа компаний. Ключевым фактором успеха для PE фонда здесь является умение привлечь и мотивировать менеджеров с соответствующими навыками и мотивацией для решения соответственных задач. Аналогичные возможности предоставляют продажи непрофильного бизнеса олигархами различного размера.

Так почему же надо инвестировать сейчас? Как и события 1998 года, нынешний кризис помог инвесторам Private Equity в двух направлениях: оценки компаний снизились до разумного уровня и, что более важно, снизился рост зарплат, что облегчает задачу привлечь сильных менеджеров. Хотя обе эти тенденции могут оказаться временными. Индекс РТС уже вырос с кризиса на 330% и достиг 67% докризисного уровня.

Но еще важнее то, что российский рынок Private Equity стал более зрелым. А это значит, что период безумного роста и легких денег (почти) закончился. И как любой рынок, находящийся в середине цикла, рынок PE периода консолидации предложит привлекательные возможности инвестирования для тех игроков, которые остаются сфокусированными на двух самых важных аспектах: на людях и операционной эффективности приобретаемых компаний. И это, кстати, будет ключевым фактором успеха и для самой российской индустрии Private Equity. ■