

И. И. Родионов  
Р. Н. Божья Воля

# ПРОЕКТНОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

---



Иван Родионов

# **Проектное финансирование**

«Алетейя»

2015

УДК 330.322  
ББК 65.29-56

**Родионов И. И.**

Проектное финансирование / И. И. Родионов — «Алетейя», 2015

В книге рассмотрены основные вопросы, связанные с организацией финансирования инвестиционных проектов. Проанализированы история возникновения, необходимость и основные принципы проектного финансирования, проектные риски и возможности управления ими, а также распределения рисков между участниками проекта, источники финансирования проектов, их соотношение и подходы к структурированию сделок. Книга ориентирована на специалистов банков и промышленных компаний, реализующих инвестиционные проекты. Материал книги полезен для студентов и аспирантов, изучающих вопросы экономики предприятий и организации работы с инвестициями.

УДК 330.322

ББК 65.29-56

© Родионов И. И., 2015

© Алетейя, 2015

# Содержание

Введение	6
Глава 1. Особенности, основные законы и правила современного бизнеса	7
1.1. Законы бизнеса	8
1.2. Стадии развития компаний и раунды финансирования	20
Конец ознакомительного фрагмента.	27

# **Иван Родионов, Роман Божья-Воля**

## **Проектное финансирование**

© И. И. Родионов, Р. Н. Божья-Воля, 2015

© Издательство «Алетейя» (СПб.), 2015

## Введение

Проектное финансирование из-за редкости применения на практике в нашей стране представляет собой довольно экзотическое направление работы для финансиста, однако именно ему посвящен настоящий курс. Кому он будет интересен?

Во-первых, как показывает опыт, даже для опытных практикующих предпринимателей в этих вопросах по-прежнему многое не очевидно, и большинство из них исходит из весьма упрощенных или бытовых представлений о том, чем они занимаются. Такой несистемный подход ограничивает доступ к капиталу и разрушает потенциал роста бизнеса. В результате даже удачные идеи «умирают», не находя адекватного проектного воплощения. Данный курс может служить своего рода «дорожной картой», которая поможет владельцу и менеджерам по-новому осознать перспективы своего бизнеса, а «дружественный» стиль изложения и большое количество примеров из практики работы российских компаний делают материал интересным для читателя с практически любым уровнем подготовки.

Во-вторых, данный курс призван решить проблему отсутствия качественных учебных пособий по проектному финансированию, учитывающих специфику развивающихся рынков и обладающих достаточно высоким уровнем для использования в экономических программах магистратуры. Мы предполагаем, что к началу курса студенты изучили микро- и микроэкономику, теорию финансов и корпоративных финансов. Понимание основных направлений (структура капитала, оценка стоимости, анализ инвестиционных проектов, слияния и поглощения и т. д.) и роли институтов (банки, фондовый рынок и т. д.) – оптимальная «отправная точка» для данного курса. Представляется, что проектное финансирование, как комплексная и сложная финансовая деятельность, в которой сходятся все основные проблемы современных корпоративных финансов, лучше всего позволит студентам увидеть их не по отдельности, а во взаимосвязи и взаимозависимости<sup>1</sup>.

Курс придется начать с базовых представлений об основах современного бизнеса, его смысле и мотивах, условиях, возможностях и ограничениях.

Кроме того, потребуется ввести некоторые базовые понятия, на которых базируются современный менеджмент и корпоративные финансы (например, такие как сегмент, на котором ведется конкуренция, стратегия, теория портфеля в ее практических воплощениях, доверительное управление, фидуциарная ответственность, спонсорство, «якорность», регресс и суброгация и т. п.). Являясь нормой в западной бизнес-практике, эти концепции зачастую не находят должного осознания и применения в России и других странах с развивающимися рынками капитала.

И, наконец, третья группа читателей, к которой обращена данная книга – это предельно широкая аудитория людей, желающих поднять уровень финансовой грамотности и преодолеть зачастую обывательское восприятие происходящего в экономике и российском бизнесе сегодня. Во многом этим обусловлен и формат книги. Нам кажется, что форма «курса лекций» позволяет структурировать самостоятельную работу над книгой и дает возможность быть ближе к читателю в части большей свободы стиля изложения, комментариев, примеров из личного опыта.

---

<sup>1</sup> При использовании в качестве учебника преподавателю рекомендуется ориентироваться на структуру из 9 глав, соответствующих двум стандартным лекциям (парам) из двух академических часов каждая.

## **Глава 1. Особенности, основные законы и правила современного бизнеса**

*Основные особенности:*

- Рост стоимости в целях капитализации – основная цель компании и критерий корпоративного успеха.
- Правила роста – либо дальнейший быстрый рост, либо скорейшая продажа.
- Если рост, то придется привлекать финансирование, причем чаще всего одновременно акционерное и долговое.
- Привлечение финансирования осуществляется раундами, и если до начала следующего раунда средств не хватило – скорее всего все сделанные ранее инвестиции будут потеряны. В лучшем случае – будет возможен выход по остаточной стоимости.
- Правила развития бизнеса – универсальны и действуют всегда и везде.
- Основные заблуждения: автаркия, «страусиная» политика, жизнь сегодняшним днем, отсутствие стратегии, изоляционизм, экономия на спичках.
- Базовые правила финансового управления:
  - жить в мире всех трех таблиц: Баланс (англ. – Balance sheet, BS), Отчет о прибылях и убытках (англ. – Profit and loss statement, P&L), Отчет о движении денежных средств (англ. – Cash-flow statement, CF),
  - жить в мире трех метрик финансового управления (стоимость, ликвидность, риск),
  - взять все доступные кредиты и максимально быстро растить денежный поток.

## 1.1. Законы бизнеса

### 1.1.1. Бизнес и «НЕбизнесы»

#### *Бизнес*

Начнем мы с простого. Попытаемся понять, для чего делается бизнес как таковой.

*Разговоры о том, что бизнес делается ради прибыли, что имеет значение рентабельность и что можно на бизнесе зарабатывать в операционном режиме – к жизни никакого отношения не имеют. На стадии зрелости рентабельность по валовой прибыли в 90 % случаев редко превышает 12–18 %, что означает не более 6–12 % рентабельности по чистой прибыли, а это, в свою очередь, в пересчете на кэши-доходность очень похоже на ставки по депозитам или пассивный доход от вложений в коммерческую недвижимость. Так за что тогда бороться, зачем рисковать и заниматься предпринимательством? Если рентабельность выше, то, как правило, очень недолго, потому что неизбежно приходят конкуренты и либо она быстро падает, либо риски бизнеса становятся излишне высокими.*

Фактически, весь современный бизнес построен на одной модели – модели стоимости. Модель эта заключается в том, что:

«надо выбрать область, где возможно найти товар или услугу, производя которые у предпринимателя появляется возможность – *вырастить стоимость компании и, эту стоимость, на определенном этапе, превратить в деньги*», капитализировать<sup>2</sup>.

При этом, предприниматель (и инвестор) ориентируются на доходность вложений капитала в 25–50 % годовых, что, конечно, более привлекательно, чем ставка по депозитам, и другого пути к такой доходности просто не существует.

Все, что этой модели не соответствует, на самом деле не является бизнесом.

Выраженная в денежной форме и признанная рынком стоимость компании – капитализация – сегодня выступает единственным критерием корпоративного успеха на глобальном рынке. Возращение стоимости и ее капитализация, то есть превращение ее в деньги, является единственной и основной стратегической целью развития компании.

#### *«НЕбизнесы»*

Случаев, когда деятельность не является бизнесом, то есть, может приносить прибыль и не малую, но не направлена в конечном итоге на выращивание стоимости и превращение ее в деньги, бывает несколько. Далее мы обсудим наиболее распространенные и значимые с точки зрения масштабы и роли в экономике примеры, но читателю не стоит считать нижеследующий список исчерпывающим.

#### *Инерционная деятельность*

Самый простой вид «НЕбизнеса» (то есть деятельности, которая не направлена на выращивание стоимости для превращения ее в деньги) – это *инерционная* деятельность, унаследованная от советского времени. В этом случае люди, которые занимались чем-то важным при социализме, после смены экономической системы – по-прежнему занимаются этим же, и по сути дела, вся их деятельность связана с тем, что они просто зарабатывают себе приличную зарплату, думая, что это само по себе интересно и даже в чем-то приятно.

---

<sup>2</sup> Как мы увидим далее, эта модель, конечно с определенными коррекциями и модификациями, применима и к зрелому бизнесу, перешагнувшему фазу прямых инвестиций и попавшему на публичный рынок портфельных инвесторов, а также и к карьере человека и, конечно, проектам.



На самом деле, это бесполезная трата времени, потому что такого рода деятельность не соответствует модели выращивания стоимости, и понятно, что такая деятельность экономической будет отвергнута. В конце концов, такие компании погибнут, что, собственно, и подтверждается практикой – зачастую располагая ценными внеоборотными активами (землей, недвижимостью, уникальным оборудованием и т. п.), они становятся объектом интереса (не всегда добросовестного) более агрессивных участников рынка. Компаний, работающих по данной модели, с каждым годом становится все меньше<sup>3</sup>.

#### *Отмывание денег*

Достаточно вечером пройтись по центральной улице любого города, и можно увидеть множество магазинчиков или кафе, в которых всего 2–3 посетителя, а бизнес, тем не менее, продолжает существовать годами. Как правило, объяснения для этого может быть всего два:

- бизнес создан и существует для отмывания денег,
- бизнес создан и существует для развлечения.

О втором случае мы поговорим ниже. Что же касается первого – то доля такого бизнеса постоянно падает, т. к. вот уже почти 10 лет в России существует его эффективный конкурент и заменитель – в виде платежных автоматов для оплаты услуг, не требующих идентификации плательщика. О надежности защиты плательщика и получателя наличных денег в таких системах свидетельствует то, что такие автоматы не боятся использовать даже воры автомобильных номеров. Обратите внимание, что аналогов таких систем в развитых странах со зрелыми институтами не встретишь<sup>4</sup>.

#### *Развлечение*

Второй случай – это когда квази-бизнес делается ради развлечения. Если предприниматель вырастил стоимость своего бизнеса, капитализировал ее в виде денег и заработал то, что называется в английском «*Real Money*» («реальные деньги», как правило, это \$20–30 млн), у него возникает проблема, о которой никто обычно не задумывается, но эта проблема на самом деле действительно существует и важна.

Она заключается в том, что такой предприниматель больше не может работать наемным работником. Не потому, что он не хочет. Не потому, что он не может, а потому, что никто его не наймет. Почему? А какой смысл нанимать менеджера, у которого уже есть «*Real Money*»? Вы не можете придумать ему систему стимулов, которые бы заставили его работать на вас. Он будет работать для интереса, что всегда опасно, потому что это всегда связано с большими рисками и потерями. Он, не дай бог, будет работать на пользу страны или общества, то есть у него будут некие иллюзорные, а не установленные капитализмом цели в виде роста капитализируемой стоимости. Он, не дай бог, начнет экспериментировать, искать и т. п. вместо того, чтобы работать на собственника. В итоге, состоявшиеся предприниматели в достаточно молодом возрасте выбиваются из нормальной жизни. И одним из способов дальнейшего существования для них является создание квази-бизнеса как развлечения для себя, а равно и для членов своей семьи. В любом случае, не стоит недооценивать значение такого рода квази-бизнесов, созданных как занятие или времяпрепровождение для членов семьи. Безделье – как показывают сериалы о богатых, которые тоже плачут, еще хуже и ведет, в конечном счете, к краху личной жизни предпринимателя.

---

<sup>3</sup> Обратите внимание, что именно со «смертью» такого рода компаний связано большинство того, что в нашей стране принято называть «рейдерством».

<sup>4</sup> Один из лидеров данного рынка, компания QIWI в мае 2013 сделала IPO на бирже NASDAQ в США, и стоимость ее акций быстро удвоилась, однако даже первые робкие разговоры о необходимости введения контроля на рынке платежных систем привели к тому, что ее капитализация за день рухнула на 20 %, т. к. зарубежные инвесторы отлично понимают, что без такого контроля не обойтись.

Понятно, что, иногда, такого рода бизнесы могут реализоваться в рамках модели выращивания стоимости и превращения стоимости в деньги. Но это скорее исключение, чем правило, и успех определяется не целевой установкой, а, скорее, удачей.

### *Интеллектуальный капитал*

Третий случай того, что выглядит как «НЕбизнес», связан с тем, что в последнее время растет число и значимость сфер деятельности, в которых велика доля нематериальных активов. Того, что принято называть интеллектуальным капиталом и всего, что с этим связано. В основном это компании, работающие в сфере профессиональных услуг (правовые, консультационные, аудиторские, маркетинговые, дизайнерские, инженерные, креативные и т. п.). В таких компаниях основным капиталом выступают люди (а вернее, их мозги), титулом и правами собственности на который компания не обладает. Следовательно, отчуждение этих активов и их закрепление в собственности у нового хозяина невозможно, что делает сделки по передаче контроля или акционированию затруднительными или бессмысленными. В чем здесь проблема? В том, что у этих видов деятельности есть объективная трудность в капитализации. Она связана с тем, что в современном обществе отсутствует рабство. И тем самым предприниматель не может, например, продать этот бизнес стратегическому инвестору или вывести на IPO. Потому что не гарантируются права на передачу того самого интеллектуального капитала. Представьте себе, что у вас, например, маркетинговая, консалтинговая или дизайнерская компания, или центр интеллектуальной собственности. Вы его кому-то продали, а на следующий день все сотрудники подали заявления и ушли. И у покупателя, естественно, вопрос: «А что я купил?». Задержать ни вы, ни он их не можете, потому что рабства нет, и титул собственности ни у вас, ни у покупателя на них оформлен быть не может.

**ИСКЛЮЧЕНИЕ:** И всё же, для такого рода деятельности придуман специальный механизм капитализации, который заключается в том, что они оформляются как партнерство. Партнерство – это деятельность, в которой есть партнеры, которые, собственно, и олицетворяют капитал в такой компании, и все остальные – менеджеры и специалисты.

Капитализация в этом виде деятельности осуществляется в зарплатах партнеров, то есть в тех доходах, которые они получают. И одновременно, в тех тарифах, которые они могут взимать со своих клиентов. Если вы стали хорошей большой компанией, основанной на интеллектуальном капитале, вы можете получать за свои услуги существенно больше, чем, если бы вы такой большой и хорошей компанией не являлись, вне зависимости от качества предоставляемых вами услуг. Это, фактически, цена бренда, которая и олицетворяет ту самую выращенную стоимость.

Партнерства строятся по аналогии с рабовладельческим обществом. На верху патриции – партнеры, внизу – исполнители – рабы, а между ними – прослойка менеджеров или supervisors, что переводится как надсмотрщик. Основой такого рабства выступает полная добровольность – на более высокий уровень нельзя попасть, не побывав на предыдущем. Принцип же занятости – сформулирован одной из ведущих консалтинговых компаний McKinsey жестко – «up or out»<sup>5</sup>.

Впрочем, существует и, так сказать, «стандартный» путь капитализации стоимости для компании, построенной на интеллектуальном капитале. Для этого требуются добровольные ограничения на уход из компании, которые могут взять на себя партнеры и основные менеджеры. Например, известная аудиторская и консультационная компания PriceWaterhouseCoopers (PwC) на рубеже века (в момент «Интернет-бума») всерьез рассматривала возможность акционирования и проведения первоначального публичного предложения своих акций (IPO). Хотя от IPO компании из-за кризиса пришлось отказаться, консалтинговое

<sup>5</sup> «Расти или уходи» (англ.).

подразделение компании – PwC Consulting – было продано. В 2000 году компания IBM заплатила за него \$3,5 млрд.

#### *Семейный бизнес*

Последний тип компаний, которые, на первый взгляд, не соответствуют модели роста стоимости – это компании, которые являются семейными. Существуют большие семейные компании, которые не торгуются ни на каких биржах и одновременно живут долго и неплохо себя чувствуют. Семейные компании могут работать в области гостиничного хозяйства, оптовой и розничной торговли, общественного питания, строительства. Здесь причиной сохранения закрытости служат либо особенности бизнеса, строящегося на эксклюзивных соглашениях или франчайзинге, либо традиции или пережитки.

**ИСКЛЮЧЕНИЕ:** В то же время, и для семейных компаний существует механизм капитализации. Самый простой пример – IKEA. Делается это следующим образом: по сути дела, IKEA уже не компания, а инвестиционный фонд. Семья, на самом деле, не занимается операционной деятельностью, а владеет фондом, который, в свою очередь, контролирует операционные компании по всему миру. И вот уже эти операционные компании (например, «ИКЕА Россия») и являются «машинками для выращивания стоимости» и превращения этой стоимости в деньги, в полном соответствии с озвученной ранее моделью.

В ряде случаев причиной сохранения закрытости служат либо особенности бизнеса, строящегося на эксклюзивных соглашениях или франчайзинге, либо традиции или пережитки. Неслучайно, что среди компаний такого рода много компаний, основанных выходцами из Индии, Юго-Восточной Азии или Турции. Оставаясь формально независимыми, эти компании тысячами нитей привязаны к своему «старшему партнеру», не являясь независимыми по существу, если понимать под независимостью возможность контроля над собственным бизнесом.

Таким образом, закрытый и семейный бизнес в своем развитии в основном следует тем же самым стратегиям, о которых речь шла выше. Система эксклюзивных контрактов или франчайзинговых соглашений привязывает компанию к цепи подобных компаний или головной компании в не меньшей степени, чем владение их акциями. Экспансия на рынке для подобных компаний может реализовываться не только через конкуренцию объемов, но и через конкуренцию качества или ответственности, или через монополию, которую по каким-либо причинам удастся сохранить в течение длительного времени.

*Хочется отметить, что приведённые в этом разделе способы капитализации «НЕбизнесов» представляют собой исключения, которые, скорее, подтверждают, чем опровергают общее правило.*

### **1.1.2. Цель и правила ведения бизнеса**

Итак, главный смысл любой экономической деятельности и основная её модель – *рост стоимости для последующей капитализации*. А значит, *рост стоимости бизнеса и превращение этой стоимости в деньги* – это единственная цель для компании.

Из этой цели вытекает несколько следствий, из которых можно выделить правила выживания и роста бизнеса, если он ориентируется на приращение капитализации.

#### **Следствие № 1:**

##### *Рост или продажа*

У предпринимателя существует только два варианта будущих действий:

- Дальнейший рост бизнеса;
- Немедленная продажа бизнеса.

Если вы видите возможность роста своего бизнеса, лучше, чем конкуренты, – вам эту возможность надо реализовывать. Если вы не видите этой возможности роста или лично не готовы эту возможность реализовывать, – вам надо немедленно свой бизнес продавать.

Компания на современном рынке может быть уподоблена воинскому подразделению в ходе боевых действий, где есть всего два состояния. Либо наступление, либо оборона – либо бежать и кричать «ура!», либо окапываться. Середины нет.

В бизнесе такая же ситуация. Вы не можете остановиться и оглянуться, поразмышлять и задуматься. Либо вы растете, либо бизнес надо немедленно продавать. Если вы остановитесь и начнете размышлять, то в силу того, что деньги во времени теряют свою стоимость (в нашей стране, по крайней мере, это 7–15 % годовых), вы начнете терпеть убытки. С этой точки зрения иллюзия того, что в бизнесе можно постоять в сторонке и подумать, очень опасна. Если человек не понимает, что надо постоянно думать о росте и его финансировании или о немедленной продаже, а решил переждать, то, скорее всего, все, что было вложено, будет потеряно.

#### *Дальнейший рост*

Поставим себя на место крупной компании – лидера рынка или кандидата в лидеры. Какие у такой компании есть способы роста?

Возможность роста существует только в двух видах. Первая возможность – это то, что принято называть «органический рост». Вторая – рост через сделки слияния и поглощения (M&A).

#### *Органический рост*

Вы заработали деньги и вкладываете их в развитие бизнеса, вводите новые мощности, выходите на новый рынок, открываете представительства, и тем самым этот рост обеспечиваете.

*Достоинством* такой стратегии роста является то, что она сравнительно недорогая (по сравнению с другой возможностью, которую мы рассмотрим ниже). Своим результатом она будет иметь именно то, что вы хотите, в том смысле, что вы точно будете знать, что вы построили или создали именно то, что вам нравится. Еще один немаловажный момент – управленческая низкорискованность – соответствие масштаба бизнеса и уровня инсайда и квалификации менеджмента, этим бизнесом управляющего и с ним растущего.

*Недостатком* данной стратегии является то, что вы потеряете время и заморозите свой капитал. Любой выход на новый рынок, а уж тем более реальное строительство всегда занимает минимум год-полтора. На год-полтора ваши деньги, вложенные в этот бизнес, не будут приносить такого дохода, какой бы они приносили на освоенном рынке. Та же ситуация с вложенным в проект человеческим и «отношенческим» капиталом (англ. – relational capital). И в течение этого времени у вас не будет дохода от реализации на рынке тех товаров или услуг, которые этот бизнес производит. То есть, вы фактически заморозите инвестиции, обесцените компетенции и не получите доход.

#### *Рост через сделки слияния и поглощения*

В любом бизнесе рынок всегда поделен на сегменты, в которых конкурируют не более десяти-двенадцати компаний<sup>6</sup>. Важно, что из этих десяти-двенадцати компаний, с точки зрения возможности реализации модели выращивания стоимости и превращения ее в деньги, вес и значение имеют только две-три лучших. Другими словами, только двум-трем компаниям из этих десяти-двенадцати на самом деле удастся вырастить стоимость в полном размере (как это позволяет бизнес) и превратить ее в деньги. Все остальные просто потеряют время, при том не

---

<sup>6</sup> Если число игроков на сегменте рынка становится больше, сегмент, как правило, делится на два.

обязательно обанкротятся – просто не достигнут целей по доходности капитала. И это совершенно нормально. Такой отсев по закону Парето «20/80» (восемь из 10 пропали, две – остались) является достаточно универсальным механизмом, и он объективен<sup>7</sup>. С этой точки зрения становится понятно, что у тех первых трех компаний, которые находятся на вершине в этом узком сегменте, вопрос эффективного управления капиталом является весьма актуальным.

Потому что если кто-то из команды лидеров сделал глупость, тут же кто-то из аутсайдеров займёт его место, и бывший лидер уже станет четвертым-пятым. С другой стороны, аутсайдер очень заинтересован в том, чтобы рвануть вперед и попасть из аутсайдеров в тройку лидеров. Таким образом, у аутсайдеров тоже есть хороший стимул для развития.

И поэтому есть второй способ роста, который называется M&A (Mergers and Acquisitions) – сделки слияния и поглощения.

*Достоинством* такой стратегии роста является то, что вы покупаете чужой бизнес в вашем сегменте, и при этом не теряете времени, связанного с тем, что часть ваших средств будет заморожена в ходе строительства. При этом, вы можете позволить себе заплатить премию в 20–25 %, т. к. при стратегии органического роста вы бы все равно эти деньги потеряли.

#### *Немедленная продажа*

Если компания не видит возможностей для роста, собственники и менеджеры должны немедленно начать подготовку к продаже контроля над бизнесом тому, кто такие возможности видит, – и такой покупатель называется стратегическим инвестором.

Несмотря на то, что мысль о «немедленной продаже» всегда вызывает у нормального человека вопрос: «*Я-то готов жениться на дочке английской королевы, но вот она-то как?*», спрос на сделки такого рода абсолютно объективен и всегда присутствует на рынке.

#### *Покупатель есть всегда*

Спрос будет всегда, потому что:

1. Всегда в вашем узком сегменте найдется кто-то, кто будет готов купить то, что вы сделали, для того, чтобы не терять время на собственное строительство. См. «Органический рост».

2. Цена денег во времени меняется. Что значит деньги завтра? – Для современной российской экономики это минус 7–15 %. Соответственно, послезавтра еще минус 7–15 %. И с этой точки зрения опять для покупателя вашего бизнеса всегда будет резон дать вам премию, покупая ваш бизнес. По крайней мере, в размере годовой-двухгодовой ожидаемой доходности тех средств, которые покупателю пришлось бы заморозить в случае выбора варианта «органического роста». То есть, по сути дела, вы с покупателем можете поделить то, что он бы потерял, если бы он делал это сам.

#### *Покупателей всегда несколько*

Если лидер рынка отказался вас покупать, как минимум, есть ещё пара лидеров и две-три компании, стремящиеся войти в тройку лидеров.

Пусть вы – российская компания, например, «Русский холод» или «Инмарко», производите мороженое и ваша доля на российском рынке, например – 7 %. А лидерами на рынке являются компания Nestle – у неё 8 % российского рынка, и её основной конкурент – компания Unilever, у которой 9 % рынка. И вот, вы приходите, например, к Nestle и говорите: «Смотри, у тебя 8 %, купи меня, и вот у тебя уже 15 %. А у Unilever – всего 9 %. Давай ты меня купишь?». Nestle говорит: «Давай». «А давай за три рубля?». «Нет, за два пятьдесят». А ты ему говоришь:

---

<sup>7</sup> Закон Парето – эвристическое правило, названное в честь экономиста и социолога Вильфредо Парето, в наиболее общем виде формулируется как «20 % усилий дают 80 % результата, а остальные 80 % усилий – лишь 20 % результата».

«Ну, если ты не хочешь, я пошел к Unilever. Тогда у него 16 %, а у тебя 8 %, ты безнадежно отстал». И вот уже есть тема для серьезного разговора...

Из сказанного также видно, что участники сегмента, не входящие в первую тройку, не обязательно разорятся и, продав бизнес, просто получают меньше, чем могли бы, попав в лидеры.

### **Следствие № 2:**

#### *Рост надо финансировать*

Если вы (согласно Следствию № 1) решились на рост, то у вас возникает необходимость привлечь для финансирования этого роста деньги.

Почему возникает эта необходимость? Потому что чем больше капитала у вас задействовано, тем большую по абсолютной величине отдачу на капитал вы получите, по сравнению со своими конкурентами (при прочих равных условиях). Более того, при качественном управлении на быстрорастущих рынках нередко наблюдается увеличивающаяся предельная отдача на вложенный капитал. Объяснение простое – «отъедать» у конкурентов на стабильном рынке всегда тяжелее, чем захватить часть дополнительной емкости рынка в фазе роста.

А если вам дополнительные деньги для финансирования роста не нужны, то, наверное, вы что-то не то делаете. *Для вас это – «красный флажок».*

Наверное, вы в такой области бизнеса, которой не стоит заниматься – там некуда расти и доходность бизнеса близка к затратам на капитал. Может быть, темпы роста не такие высокие, как в других сегментах рынка, где эти деньги для финансирования роста требуются. Или у вас финансовое управление не очень хорошее, или, в конечном итоге, вы чего-то не понимаете.

Итак, Следствие № 2 говорит о том, что если вы видите возможность роста, то эту возможность *придется* финансировать. При этом, нечасто встречается бизнес, рентабельность по EBITDA (EBITDA Margin<sup>8</sup>) которого находится на уровне выше 15–17 %.

Да, существуют три вида бизнеса, в которых операционная доходность существенно выше. Но там очень высока конкуренция. И даже если вы захотите в эти три бизнеса войти, скорее всего, вы не сможете, потому что не сможете успешно конкурировать. Какие это виды бизнеса? Например, проституция, наркотики, оружие. Там 400–500 % маржи – это нормально, но очень уж конкурентно и рискованно...

А имея операционную доходность бизнеса в размере 15–17 %, ваши возможности роста будут ограничены, так как, реинвестировав эти наработанные 15 % в развитие, вы сможете дополнительно привлечь лишь вдвое-втрое больше посредством банковского кредита.

Как правило, соотношение собственных и заемных денег на ранних стадиях развития редко превышает один к трем или один к двум. Даже в идеале, никогда банк не финансирует проект в соотношении больше, чем 85 % займа к 15 % средств заемщика. Но на ранних стадиях развития бизнеса, как правило, речь идет о том, что это будут 25 % ваших средств и 75 % банка. Или 33 % ваших и 66 % банка.

В результате, опираясь на внутренние источники, вы сможете привлечь и инвестировать не так много. При этом, если ваш конкурент привлечет дополнительные деньги, вы, скорее всего, проиграте.

*А как быть, если вы нашли такое хорошее направление бизнеса, что можно вложить существенно больше, чем вы заработали и привлекли для финансирования роста?* В этом случае, скорее всего, вам придется привлекать дополнительные деньги, при этом не только в виде займов, но и в виде внешних вложений в капитал вашей компании.

*Итак,*

---

<sup>8</sup> EBITDA Margin – «рентабельность по EBITDA». EBITDA Margin = EBITDA / Revenue, где: EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) – «прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации», Revenue – «доход, объём продаж» – денежная сумма, полученная компанией за проданные товары и/или предоставленные услуги за определенный промежуток времени.

*Предметом нашего дальнейшего разговора и всех рассуждений, будет являться именно тот случай, когда для роста требуется больше денег, чем приносит ваш бизнес. В этом случае надо одновременно привлекать не только заёмные средства, но и деньги в увеличение акционерного капитала и, соответственно, смириться с уменьшением вашей доли и части контроля в компании, в которую вы этот капитал привлекаете.*

Почему мы говорим об уменьшении вашей доли в вашей компании? Потому что если весь капитал это 100 % и вам надо привлечь дополнительный капитал, то понятно, что у вас останется меньше, а у тех, кто дал дополнительные деньги, что-то появится.



Рис. 1. Пример размывания доли собственника при нескольких раундах финансирования

*Вам, как собственнику, надо посчитать, что для вас будет более привлекательным – ограничиться доступным вашей компании банковским кредитом, ограничивая тем самым рост стоимости бизнеса или привлечь инвестиции<sup>9</sup>, снизить свою долю, но увеличить кредит и обеспечить «взрывной» рост.*

Цепочка рассуждений здесь такая:

Вы можете не привлекать инвестиции в акционерный капитал вашей компании и не размывать вашу долю в собственности, но остаться без того роста, который потенциально возможен в текущей рыночной ситуации.

В этом случае, надо, скорее всего, немедленно продавать бизнес.

Почему? Потому что, скорее всего, кто-то из ваших конкурентов рискнет привлечь дополнительные деньги – сначала в увеличение акционерного капитала, а потом и дополнительные заемные деньги (поскольку, новый привлечённый акционерный капитал позволит ему обратиться в банк за дополнительным кредитным финансированием). Он вас обгонит – и вы из лидеров попадете в аутсайдеры, и у вас не будет другого шанса сохранить позиции, продать бизнес так же дорого или стать лидером.

Тогда вам опять-таки надо будет немедленно продаваться, так как возможность роста вы потеряете.

*В то же время,*

*Если вы увидите, что при уменьшении доли ваша доходность на вложенный капитал будет выше, чем при старой (100 %) доле в компании, то привлечение внешних инвестиций в акционерный капитал будет для вас осознанным и правильным решением, то есть вы будете понимать его выгоды для себя и не станете его опасаться.*

<sup>9</sup> Необходимо отметить, что привлечение инвестиций в акционерный капитал не отменяет необходимости привлечения банковских займов. Во-первых, инвестиции в акционерный капитал дороги, по сравнению со стоимостью кредита, и их следует минимизировать, беря на прирост акционерного капитала дополнительные кредиты, то есть использовать финансовый рычаг – leverage. Во-вторых, есть группа расходов, на покрытие которых инвестор никогда не даст свои деньги (например, покупка оборудования). В свою очередь, и для банков есть направления затрат, которые не кредитуются. Например, это НИОКР или расходы на рекламу и маркетинг.

*Необходимо обратить внимание*, что может возникнуть иллюзия, что если я вижу возможность роста и понимаю, что надо привлечь дополнительные деньги, то мне удастся решить эту проблему только за счет заемного капитала (банковского кредита). К сожалению, так не получится!

Есть своего рода закон – любая хорошая компания в данный момент времени уже взяла все те заемные деньги, которые она могла бы взять в соответствии со своим акционерным капиталом и характеристиками бизнеса. Если этого нет – то это «нехорошая» компания. Нехорошая с той точки зрения, что у нее или неправильный финансовый менеджмент, или она выбрала неправильный бизнес, где не имеется перспектив роста и не требуются дополнительные деньги для их реализации.

На самом деле, бизнесов, где есть хорошие перспективы роста, не так много. Сегменты рынка, на которых есть хорошие перспективы роста, – это, часто, зрелые бизнесы, где уже имеются большие игроки. И понятно, что там ловить какие-то новые возможности достаточно сложно, потому что лидеры уже выявились и потеснить их будет достаточно проблематично. Поэтому, не лучше ли пойти сразу туда, где возможности роста высокая, и вы ее видите, но пока никого нет, инвестировать и поработать там, потому что тогда у вас шансов вырастить стоимость будет больше. Соответственно, и результат, который вы получите, тоже будет лучше.

*О каком результате, о каких темпах роста может идти речь, когда люди задумываются о том, чтобы инвестировать деньги в новый бизнес?* С одной стороны, мы с вами говорим, что рентабельность по EBITDA редко бывает выше 12–15 %. С другой стороны, люди, как правило, считают, что стоит заниматься новым бизнесом, только если этот бизнес дает минимум 25–50 % годовых возврата на вложенный капитал (в номинальном выражении). Но, как правило, этим 25–50 % возврата на капитал соответствуют и 25–50 %-й темп роста бизнеса компании. И если в бизнесе, который вы задумали, этих перспектив темпов роста не видно, то, наверное, вы просто выбрали неправильную область рынка, и, соответственно, нет смысла тратить время на то, чтобы этим бизнесом заниматься.

Согласитесь, это разумно, так как в каждый момент времени в любой стране есть виды бизнеса, которые эту доходность – но не в виде текущей доходности, как, например, наркоторговля, проституция или торговля оружием – а в виде доходности от капитализации вложенных денег, обеспечивают.

### **Следствие № 3:**

Финансирование роста можно привлекать не случайным образом и в любой момент, а раундами, соответствующими прохождению бизнесом неких ключевых точек своего развития. Следствие № 3 вытекает из Следствия № 1 «Рост или продажа» и говорит о том, что каждый из этапов развития бизнеса должен быть профинансирован *в полном объеме*. То есть вы не можете начать финансирование роста, не будучи уверенными в том, что вам хватит денег для того, чтобы дойти до следующей точки, после которой возможно начала нового этапа этого роста. Этапы финансирования, соответствующие ключевым точкам развития бизнеса, называются раундами, и мы поговорим о них чуть позже. Здесь же достаточно сказать, что попытка привлечения дополнительного финансирования внутри одного раунда, как правило, терпит неудачу и похожа на попытку перепрыгнуть через ручей или пропасть в два прыжка.

Простая аналогия: Представьте себе, что вы прыгаете через ручей. Вы либо допрыгнули до следующего берега, либо упали на дно. Можно, конечно, теоретически представить себе возможность, что вы, упав на дно, там как следует оттолкнулись и вылетели на другой берег. Но подумайте, если ручей глубиной больше метра, скорее всего шансов нет. Как правило, и, к сожалению, жизнь устроена так, что ручьи намного глубже.



При рассмотрении вопроса финансирования бизнеса следует обратить внимание на выработанное десятилетиями практики отношение инвесторов к процессу инвестирования.

*«No good money, after bad money»<sup>10</sup>*

Есть такое жесткое правило, сформулированное американцами, которое говорит, что если на одном из этапов роста бизнеса случился провал и деньги потеряны, то не надо пытаться исправить ситуацию. Лучше их списать и начать что-то новое.

И это совершенно не соответствует нашему российскому менталитету и нашей логике – «главное – ввязаться, а там посмотрим». Здесь необходимо ясно понимать, что если вы ввязались, и денег не хватило до следующего этапа, *всё, что вы до этого потратили на этом этапе и на всех пред-предыдущих, все это – потеряно*. И в реальности дело обстоит именно так.

Поэтому если у вас нет уверенности, что вам хватит денег для выхода на следующий этап, то, скорее всего, лучше этот этап не начинать, а немедленно заняться продажей бизнеса. А уж если все-таки начали, то следует смириться с потерями, потерять и начать заново, продав, скажем, те активы, что осталось от компании за те деньги, которые удастся от этой продажи выручить. У нас в сознании всегда будет сильное желание попытаться исправить и восстановить. Не стоит этого делать, т. к. на 80 % это ожидаемый провал, а на 20 %, даже если провала не случилось, это получится намного дороже и совершенно неэффективно с точки зрения упущенной отдачи на вырученные от продажи активов деньги.

*«Shit happens»*

От неудач никто не застрахован. Вторая американская поговорка, которая очень важна для понимания бизнеса, также очень проста. Она звучит так: «Дерьмо случается». Оно случается везде и всегда и застраховаться от этого невозможно. Вы будете прилагать все усилия, оценивать риски, действовать в четком соответствии с этим, но нельзя исключить вариант, когда, как говаривал Штирлиц, «что-то не сложилось». Но вы-то убеждены, что если бы все было так, как шло, и так, как должно было идти в ваших прогнозах, вы бы этот этап прошли и вам бы денег для этого хватило. Но если дальнейшее ведение проекта стало сомнительным с точки зрения возврата на инвестиции – его лучше остановить.

Да, могут быть ошибки и неприятности, но *должно быть сознательное решение об остановке проекта*, а не его крах из-за прошлых непродуманных решений или имитации дальнейшей деятельности – вяло текущей и постепенно затухающей, которая неизбежно приведет к большим потерям.

### *Правила построения БИЗНЕСА*

Подытожим правила бизнеса, которые являются универсальными и действуют в России, как и во все мире.

Необходимо, прежде всего, определиться: строите ли вы «машинку» для выращивания стоимости и превращения ее в деньги<sup>11</sup>, или работаете по одному из четырех вариантов «НЕбизнеса» или бизнеса, не ориентированного на масштабный рост и привлечение инвестиций.

---

<sup>10</sup> Дословно: «Не бывает «хороших» денег после «плохих» денег» (англ.).

<sup>11</sup> Этот принцип имеет значение не только для вас, как для предпринимателя, но и для вас, как для наемного работника, потому что, на самом деле, каждый человек в капиталистическом обществе – это тоже «машинка» для выращивания собственной стоимости и превращения ее в деньги в виде зарплаты и бонусов. Если вы ошиблись и пошли работать не туда, то, скорее всего, ваша стоимость вырастет меньше, и ваша зарплата вскоре превратится в меньшую. Если вы инвестировали в образование, но не получили диплом – то деньги потеряны и т. п.

В том, чтобы заниматься «НЕбизнесом», нет ничего плохого. Просто, надо с самого начала отдавать себе отчёт: чего вы сможете достичь, начав свою деятельность, а чего – в рамках принятой вами концепции – не сможете.

Бизнес всегда находится в конкурентной среде. *Отсутствие конкурентов говорит вовсе не о том, что у вас всё хорошо, а о том, что, наверное, у вас бизнес «неправильный».*

Как бы вам ни казалось, что ваш бизнес защищен, что входные барьеры высоки, всегда найдется кто-то, кто эти барьеры преодолеет. Вы всегда будете в составе узкого сегмента из десяти-двенадцати компаний, 80 % из которых – проиграют. Если это не так, и вы не видите конкурентов – надо, прежде всего, задуматься: а тем ли вы занимаетесь? Если никто не хочет работать в той области рынка, где работаете вы, то это, скорее всего, сигнал о том, что что-то в вашем бизнесе не так.

Рост может быть реализован в форме органического роста или слияний и поглощений.

Если вы видите возможность роста своего бизнеса – вам эту возможность надо реализовывать. Если вы не видите этой возможности роста или не готовы эту возможность реализовывать – вам надо немедленно свой бизнес продать.

Рост, если он возможен, должен быть реализован.

Потому что, если вы этого не сделаете, это сделает другой, и в этом случае вам надо немедленно бизнес продавать.

Эффективный рост за счет финансирования из собственных, наработанных компанией средств, как правило, невозможен или нецелесообразен.

Невозможен потому, что если кто-то из конкурентов привлечет дополнительные средства на развитие – вы потеряете, а он выиграет.

Нецелесообразен потому, что если вам для развития хватает собственных средств, то, скорее всего, вы работаете не в той области, и темп роста там не высок. Хорошему растущему бизнесу собственных денег для роста хватать не должно.

Кредиты не могут быть источниками «взрывного» роста.

Потому что хорошая компания, ориентированная на рост, уже взяла все кредиты, которые ей доступны. И если ей нужны дополнительные деньги, придется увеличивать акционерный капитал, привлекая инвестиции.

Нужно четко понимать, что вы, как предприниматель, будете делать после того, как пройдете весь цикл роста компании, то есть после того, как вы заработаете *«Real Money»*<sup>12</sup>.

Если вы об этом не думаете, или если вы не знаете, что вы будете делать после этого, то, как правило, *вы, может быть, и не осознанно, но сами будете тормозить свой рост. Вы боитесь будущего, потому что не знаете, что в нем будете делать.*

У компании должна быть стратегия развития. Необходимо четко осознавать место своей компании в сегменте рынка, на котором компания работает, и перспективы изменения позиций компании и других игроков в срок 3–4 года, исходя из тех драйверов стоимости, что в этом сегменте работают.

Нужно в каждый момент времени четко видеть лидеров и аутсайдеров сегмента с точки зрения стоимости бизнеса и показателей, позволяющих охарактеризовать их позиции на рынке в натуральной или стоимостной форме (рыночная доля, продажи, рентабельность), а также место своей компании по отношению к ним. Надо понимать драйверы стоимости и показателей развития бизнеса. Такая же картинка требуется для ситуации через 2–3 и 3–4 года. Вы должны уметь объяснить и себе и другим, почему положение игроков на рынке изменится и с чем это будет связано. Только в этом случае вы будете понимать, есть ли у вас шансы стать лидером и кому можно продать свой бизнес, если у других шансы на успех лучше.

---

<sup>12</sup> Всегда думайте об этом, потому что если вы об этом думать не будете, вы, скорее всего, сами себя обманете.

*Никто – Никому – Ничего – Не должен.* В рамках рассмотренной модели (выращивание стоимости и превращения её в деньги) живут все участники рынка. Не бывает ситуаций, что кто-то кому-то должен помогать<sup>13</sup>.

С этой точки зрения, нет никого, кто вам чем-то должен помочь. Каждый выращивает свою собственную стоимость и стремится превратить ее в деньги.

Не может быть стонов о том, что вам не дают кредиты. Вам никто не обязан давать кредиты. Кредитные учреждения думают о выращивании собственной стоимости и превращении ее в деньги. Не может быть стонов и о том, что вам не дают инвестиции. Инвесторы – такие же «машинки» для выращивания стоимости, как и вы.

*Ничего другого быть не может. Все, что называется «другое», не относится к капитализму, и, на самом деле, будет отринут рынком и умрет*<sup>14</sup>.

В заключение данного подраздела хотелось бы отметить, что проектное финансирование – это финансирование бизнес-проектов и, следовательно, все, что сказано о различиях бизнесов и НЕбизнесов, а также относится к законам и правилам бизнеса, имеет смысл и в случае проектов.

Более того, технология проектного финансирования может использоваться и для НЕбизнес-проектов. Отличие бизнес – и НЕбизнес-проектов – в одном, реализуется ли проект по схеме, направленной на увеличение стоимости для последующей ее капитализации в обозримый срок, или нет.

Здесь не все так просто, как в случае новых компаний, т. к. среди участников проекта в основном представлены уже зрелые компании, в том числе, и, например, торгуемые, которые могут быть заинтересованы в росте собственной капитализации, а не капитализации самого проекта. В проектном финансировании всегда велика и роль государства, а, следовательно, социальных факторов. Государство не всегда ориентируется на рост стоимости с возможностью капитализации, часто для него важны даже небизнесовые, а вообще неэкономические факторы.

Вместе с тем, по-видимому, ориентация (или, по крайней мере, учет, и принятие во внимание) на рост стоимости и капитализацию – всегда желательна, т. к., как минимум, удешевляет источники финансирования проекта.

С другой стороны, нельзя забывать, что следование в реализации проекта модели современного бизнеса означает, что в проектном финансировании реализуются все его законы, правила и следствия.

---

<sup>13</sup> Да, государство может в определенные этапы своего развития иметь программы помощи и развития бизнеса, которые, с точки зрения государства, являются для него почему-либо важными. Но даже в этом случае, государство будет раздавать деньги в рамках этих программ тем, кто лучше видит перспективы роста стоимости и ее капитализации.

<sup>14</sup> Певцом такого подхода стала наша соотечественница, уехавшая в США после Революции – Айн Рэнд с ее романом «Атлант расправил плечи» (англ. – Atlas Shrugged), впервые опубликованном в 1957 году в США – четвёртом и последним романом Рэнд.

## 1.2. Стадии развития компаний и раунды финансирования

### Жизненный цикл компании и его финансирование

Если мы с вами посмотрим на траекторию развития любой компании, то увидим интересную картину. Все компании, которым удалось вырастить стоимость, промасштабировав бизнес, и привлечь инвестиции, проходят примерно одинаковый путь, на котором есть определённые точки.

Начинается все в точке возникновения идеи продукта или услуги, который и позволит начать бизнес с перспективой увеличить его стоимость и превратить ее (стоимость) в деньги.

Потом развитие бизнеса в среднем идет по кривой, представленной на рисунке 2, выходит на, своего рода, плато, а потом где-то вдалеке начнется закат бизнеса. Любой бизнес имеет какую-то продолжительность во времени, которая делает его потом бессмысленным, бесполезным с точки зрения выращивания или поддержания стоимости, потому что появляются продукты-заменители или другие бизнес-модели – по сути, это обычный проект. Полный цикл может занять и десятилетия, но нас интересуют первые 10–15 лет.

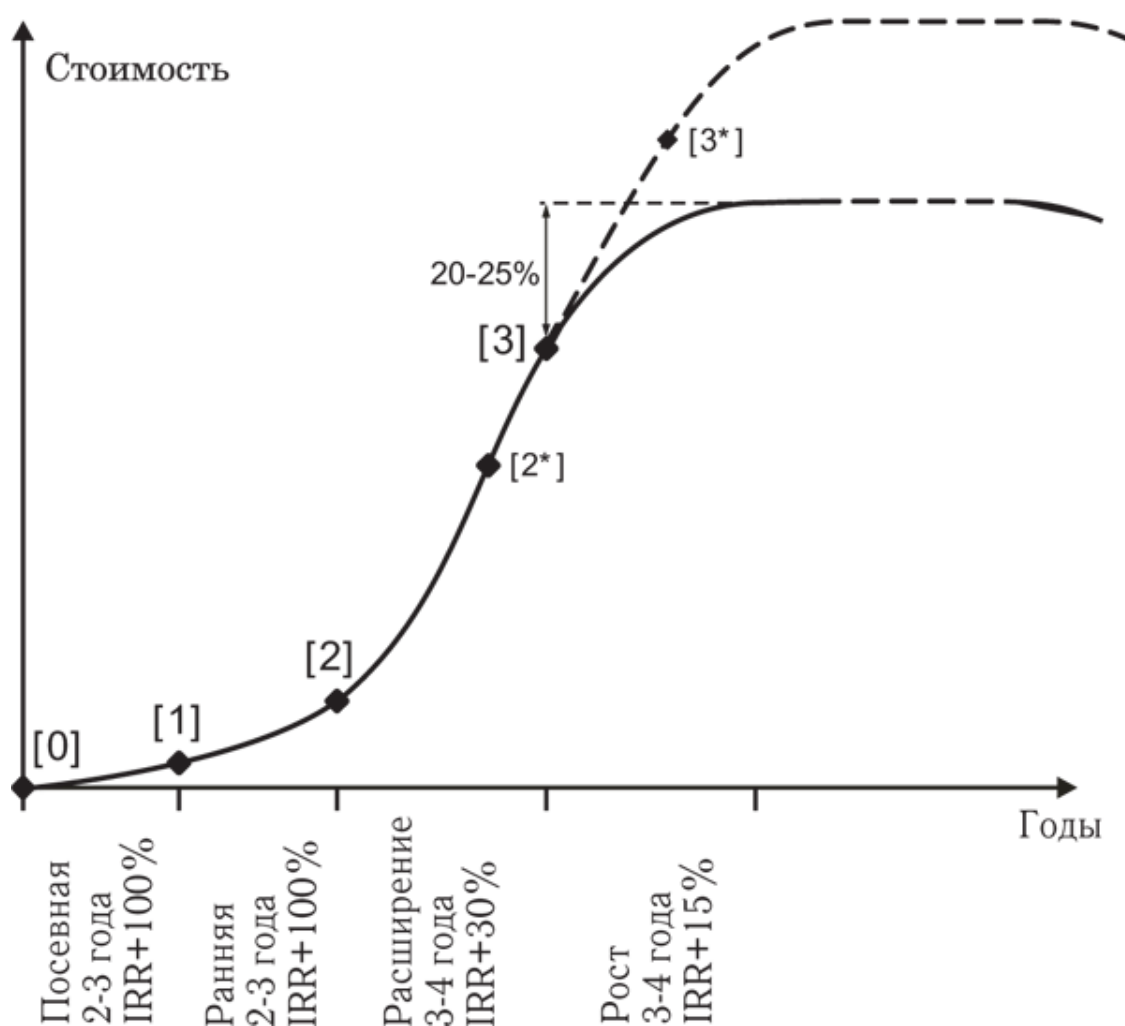


Рис. 2. Жизненный цикл компании, его основные этапы и раунды финансирования

Итак, в период роста бизнес пройдет четыре основные точки, по вертикальной оси отмечена стоимость, а по горизонтальной оси – время. При этом, так как стоимость не должна и не может быть отрицательной, используется лишь верхняя полуось значений<sup>15</sup>.

Точка [0] – это точка «придумывания» продукта или услуги.

Точка [1] – это точка появления опытного образца или модели.

Точка [2] – это точка достижения безубыточности, то есть точка, когда текущие доходы начинают превышать операционные расходы.

То есть речь не идет о том, что окупились какие-то сделанные инвестиции, а просто поток наличных от ведения бизнеса становится в этой точке положительным.

Точка [3] – это точка, когда созданная стоимость превращается в деньги. По большому счёту, существует всего два способа капитализации созданной стоимости. Это выход на публичный рынок, или продажа бизнеса стратегическому инвестору.

При этом надо понимать очень четко, что под стратегическим инвестором понимается просто нефинансовый инвестор. То есть ничего другого за этим словом не стоит, никакой стратегии в этом нет. Речь идет о том, что это компания, которая, работая в той же или сопряженной области рынка, что и вы, покупает ваш бизнес в рамках своей стратегии роста через M&A. Она с вами либо сливается, либо вас покупает. Но принято это называть «стратегические инвестиции», просто как альтернативу финансовым инвестициям.

После Точки [3] будет достигнут некий максимум стоимости компании, который может потихонечку расти и дальше, но уже не так динамично и в определенный момент начнет постепенно снижаться.

Точка [0]. Идея

Давайте поговорим о Точке [0], *точке придумывания товаров и услуг, на которых вы будете выращивать стоимость*. На самом деле, здесь не так все просто, потому, что есть определенные требования к товару или услуге, которые обусловлены тем, будет ли у вас в Точке (3) стратегический инвестор или инвестором станет публичный рынок, а это, в свою очередь, определяется величиной возможной стоимости компании в Точке (3).

Если говорить о стратегическом инвесторе, то стоимость привлекательного для него бизнеса при сегодняшней конъюнктуре российского рынка M&A будет на уровне примерно \$80–120 млн. Меньше – не очень привлекательно для обеих сторон, больше – труднее реализовать на практике.

Почему? Потому что стратегический инвестор всегда купит половину – контроль (иначе он не сможет консолидировать покупку в свою финансовую отчетность как собственный бизнес), и не больше (чтобы не отвлекать деньги из оборота и не остановить собственный рост). А если учесть, что в компании, как правило, не один акционер, то, как раз *половина от половины и будут те самые «Real Money»* – \$20–30 млн.

У публичного (фондового) рынка, в силу его специфики, определяемой тем, что портфельные инвесторы, как правило, управляют чужими деньгами и не имеют возможности активно участвовать в управлении проинвестированными компаниями, – ситуация другая. Публичный рынок, как правило, купит не более 25 % компании (чтобы кто-то нес ответственность за 75 %), но не будет заинтересован, чтобы эта доля стоила меньше \$150–200 млн. А это значит, что компания должна стоить \$600–800 млн., что достаточно много.

Сложность же для вас в Точке (1) состоит в том, что с точки зрения будущей продажи публичному рынку, у вашей компании должна быть не только указанная стоимость (\$600–800 млн.), а надо учитывать, что эта стоимость обычно находится в определенной взаимосвязи с выручкой. Редко бывает, чтобы бизнес стоил более, чем два объема его годовых продаж.

---

<sup>15</sup> Вы наверняка в других книжках можете увидеть кривую, связанную не со стоимостью, а с доходами. Такая кривая будет иметь сначала отрицательную область доходности, а затем – положительную.

А это значит, что минимальный объем продаж вашего бизнеса в случае ориентации на капитализацию через публичный рынок должен быть \$300 млн., а в случае продажи стратегическому инвестору, соответственно, \$40 млн.

Более того, сложность выбора товара или услуги для выращивания стоимости бизнеса состоит еще и в том, что будущие инвесторы, когда рассматривают любой бизнес, предлагаемый для продажи, очень не любят, когда он на рынке занимает больше 20–25 %.

Почему 25 % – это предел? Потому что любой инвестор в Точке [3], будет хотеть видеть перспективу дальнейшего роста стоимости приобретаемой компании (!). В качестве примера можно рассмотреть историю «Вимм-Билль-Данн». Когда они сделали IPO, их акции фактически не росли в цене примерно четыре-пять лет. Почему? Потому что у них было более 50 % рынка, и инвесторы видели высокий риск сокращения этой доли. И действительно, акции начали расти только тогда, когда пришли «Лебедянский», «Мултон», «Нидан» и доля «Вимм-Билль-Данн» на рынке снизилась до 25 %, то есть через какое-то время инвесторы снова стали ожидать роста.

На самом деле, это объективная ситуация. Практика это подтверждает. Есть пример компании «Балтимор» (кетчупы, майонезы), которой не удалось продаться стратегическому инвестору. В чем проблема? До сих пор у нее слишком высокая доля рынка, и, как следствие, в глазах инвестора у нее нет хороших перспектив роста.

Для инвестора вложение в компанию, у которой больше 25 %, рынка, скорее всего, будет означать не перспективу роста этого рынка или роста доли компании на рынке, а перспективы их падения, чего, в принципе, инвестор не любит и будет настаивать на определенном дисконте при оценке стоимости.

Получается, что если, например, речь идет об ориентации на капитализацию на публичном рынке и о \$300 млн. стоимости, то весь рынок должен быть уже больше \$1200 млн., а найти рынок такого объема достаточно сложно. Более того, становится очевидным, что *в одной стране найти такой рынок вообще вряд ли возможно*. Действительно, \$1200 млн. означает, что каждый житель нашей страны, включая стариков и детей, что-то на \$8–9 у вас купит. Трудно поверить, что можно убедить старушку где-нибудь в Туве или младенца во Владивостоке вам эти \$11–12 отдать. Значит, в Москве каждый житель должен отдать вам \$22–24, а то и больше – то есть, речь идет о достаточно больших объемах спроса. И с этой точки зрения, если ориентироваться на публичный рынок, то придумать товар, который имеет рынок такого объема, с одной стороны, достаточно сложно, с другой стороны – надо сразу исходить из того, что рынок вашего товара или услуги должен быть глобальным. Потому что редко какой из сегментов локального (в частности, российского рынка) этому объему будет соответствовать.

Здесь есть и еще один очень важный момент – вы очень четко должны понимать, когда продавать компанию и кому продавать, то есть иметь реальную стратегию, объясняющую ситуацию в вашем сегменте рынка и перспективы ее изменения.

Очень хороший пример здесь дала компания «Detroit Brewing». Вспомним компанию, которая производила пиво «Пит». Владельцы смогли продать ее «Heineken» при оценке больше чем \$400 млн. Но была не худшая компания в Казани, которая называлась «Красный восток». Они могли бы получить больше, думается, все \$500 млн., но чуть задержались с продажей, слишком упорно торговались, и к моменту продажи в сегменте уже не осталось крупных стратегических инвесторов, которые не пришли бы в Россию. В результате они продали компанию меньше, чем за \$200 млн. То есть, не смогли реализовать и потеряли часть созданной стоимости.

И здесь вопрос заключается в том, что *для того, чтобы хорошо понимать свой продукт и будущее вашего бизнеса, вам надо в любом случае еще на нулевом этапе, когда нет еще самого продукта, пытаться нарисовать то, что мы называем «стратегией»*.

Настоящая бизнес-стратегия, на самом деле, совершенно не то, что вы думаете. Это не документ, в котором описаны ваши цели, даже в лучшем варианте, этапы (mile-stones), которые предусматривают их достижение, и даже не все возможные варианты реализации этих этапов. На самом деле, стратегия – это еще более серьезная вещь.

Вы должны иметь *визуализацию стратегии* в виде графика. На нем должны быть размещены основные игроки и ваша компания, по отношению к этим игрокам, в данный момент времени и, через, скажем, примерно 4–5 лет, когда вы и они будете располагаться уже по-другому.

Вы очень четко должны понимать, почему вот этот конкурент перейдет сюда, этот перейдет туда, и по какой причине вы окажетесь там, где планируете. Так вот, *стратегия – это как раз то, что объясняет этот переход, его причины и условия и динамику*. Трудность здесь в том, что достаточно сложно понять, а тем более объяснить инвестору, почему, скажем, вы сможете у кого-то отнять долю рынка. Когда, например, вы говорите: «Моя доля на рынке увеличится с 5 % до 8 %». Возникает резонный вопрос, а кто вам отдаст эти 3 %? И почему это произойдет? Почему прирост будет именно у вас, а не у вашего конкурента? И на этот вопрос ответ найти достаточно сложно.

С другой стороны, существует типичная отговорка: «А мы вырастим новый сегмент и возьмем его». Снова вопрос: «А почему лидеры рынка этот сегмент не возьмут сами?» Как только вы породили новый сегмент, и он оказался привлекательным, те, кто был на рынке в прошлом (из которого этот новый сегмент выделился), с большой вероятностью смогут забрать его себе. И с этой точки зрения получается, что работа на новом сегменте, который выделяется на развитом рынке, часто не имеет смысла.

Есть много примеров, когда простые на первый взгляд бизнесы потенциально никакого смысла с точки зрения выращивания стоимости и ее капитализации не имеют. Вот посмотрите, где-то в середине девяностых годов возникла простая идея – разливать воду из-под крана, пропущенную через фильтры, и давать ей какое-нибудь звучный брэнд. Не было особых проблем, появились десятки компаний, которые начали между собой на этом новом сегменте конкурировать. А потом «Coca-Cola», «Pepsi-Cola», «Nestle» и другие крупные игроки резонно решили: «А в чем вопрос? Мы тоже будем разливать воду из-под крана после фильтрации». И все. Из сотен компаний, которые пытались заниматься этим бизнесом, осталось три-четыре. При том, остались они, возможно, просто из соображений престижности, превратились в то, что мы называем НЕбизнесом. Им просто приятно этим заниматься, льстит, что они пытаются конкурировать с большими компаниями. Хотя, на самом деле, они, наверное, понимают, что эта конкуренция бессмысленна. Какие компании? Например, «Шишкин лес» или «Черноголовка». Но если «Nestle» пришла, если пришла «Coca-Cola» или «Pepsi-Cola», кто купит «Шишкин лес», который не поддерживается рекламным бюджетом в десятки миллионов долларов? «Черноголовка» будет жить хотя бы потому, что фильтрует для производства водки, а питьевую воду продает как отход. Основные игроки уже представлены. Не будет там существенного роста стоимости и капитализации. Потенциально, у них всегда есть шанс стать глобальной компанией и конкурировать с «Pepsi-Cola». Но много ли вы дадите этому шансу прав на существование и высоко ли вы оцените вероятность его реализации?

Вопрос выбора целевого товара или услуг с этой точки зрения также выглядит очень сложным. Потому что на развитых рынках, к сожалению, существует конкуренция, которую очень трудно преодолеть. И надо всегда об этом очень хорошо задумываться.

#### *Виды товаров*

Теперь о тех товарах и услугах, которые «как бы» новые для рынка, что и позволяет вам вырастить на их основе стоимость. Что о них можно сказать? С ними тоже не все просто. Потому что таких товаров или услуг бывает четыре вида.

Первый – это товары и услуги революционные. *Товар революционный – это то, чем ни в коем случае не стоит заниматься.* Почему? Потому что практикой столетий показано, что на революционном товаре где-то четыре-пять поколений инвесторов разоряются, и где-то шестое-седьмое имеется шанс выйти на какой-то плюс. Пример революционного товара – радио, фотография, телевидение. В каждом таком случае реализация идеи от момента ее возникновения до появления массового продукта заняла от тридцати до ста лет. Понятно, что никакой инвестор в течение такого срока не может получить ту доходность, которую он ожидает. И понятно, что революционные товары – это вещи, которые, скорее всего, для первых инвесторов – провальные.

Есть второй вид товаров, которые можно назвать инновационными. Пример инновационного товара – цветное телевидение. Телевидение появилось в тридцатые годы, в пятьдесят пятом оно стало массовым и уже в шестьдесят пятом – цветным. Восемь-десять лет – это нормально. Телевидение возникло, образовался рынок, люди стали смотреть. Появилось цветное изображение – рынок существенно расширился, инновационный товар сработал. С этой точки зрения, *если говорить об инновационном товаре, это очень хорошая область, где всегда можно смело играть и выигрывать.*

Если говорить о третьей категории, то это эволюционные товары. Речь идет, например, о новых видах персональных компьютеров, новых принтерах, сканерах, новых телефонах, камерах и т. п., когда увеличивается число пикселей, память, скорость обработки информации и т. п. На самом деле товар предлагает потребителю то же самое, но лучше или быстрее. Это привлекает новых покупателей и формирует очень перспективную область, вполне понятную и оправданную с точки зрения вложений.

Есть и четвертый тип. Они называются «товары-заменители». Это все новые модели автомобилей, построенные на той же платформе. То есть, тот же самый автомобиль, но в другом дизайне, в другой форме, в другом виде. И с этой точки зрения, для бизнеса *товары-заменители имеют право на жизнь и могут приносить определенный коммерческий эффект, т. к. выходят на готовый рынок.*

#### *Идея маркетинга*

Здесь опять сразу возникает вопрос. Как понять, что, собственно, нужно делать? И на этот вопрос очень трудно получить однозначный ответ, потому что на Западе еще в сороковые-пятидесятые годы появилась «богатая», на первый взгляд, идея, которая называлась «маркетинг». Идея, казалось бы, сказочно проста – производить то, что продается. Во время социализма, когда с трудом продавалось выпущенное, эта идея казалась чудесным решением. С другой стороны, если задуматься, то если вы поняли, что надо производить то, что продается, то это поняли и все остальные, в том числе и ваши основные конкуренты. А чем вы лучше их? В чем ваше конкурентное преимущество?

И очень быстро от идеи маркетинга, где-то к семидесятым годам перешли к другой идее, которая называлась «стратегический маркетинг». В чем смысл этой идеи? В том, что надо не производить то, что можно продать, а надо стараться понять, что может быть востребовано рынком, что рынок «купит», хотя пока и не знает этого. Идея стратегического маркетинга была намного «богаче». Потому что, действительно, если кто-то первым увидел латентную потребность, которая еще не осознана, но которая, при появлении товара или услуги, которые удовлетворяют эту потребность, может резко вырасти, то это уже гораздо интереснее с коммерческой точки зрения. Это, своего рода, бизнес-счастье.

Уже где-то в восьмидесятые годы идея стратегического маркетинга обогатилась новым качеством. С этого времени идея имеет в своей основе не только то, что вам надо придумать нечто, что может породить потребность, но и оценить, имеет ли шанс эта потребность стать маниакальной (своего рода «маниакальный маркетинг»). Здесь ситуация намного сложнее.



Потому что если, например, речь идет о стратегическом маркетинге, вы можете просто анализировать человеческие потребности и искать то, что еще не удовлетворено. *В случае же мании акальности, речь идет как раз о том, что надо найти то, в чем рациональной потребности нет вовсе, а спрос может стать огромным, угадать иррациональное, но привлекательное.*

Пример такого рода маниякальной потребности – скейтборд. Разве можно в ходе анализа прийти к тому, что скейтборд кому-то нужен? Нельзя. Есть роликовые коньки, есть велосипед, есть еще что-то. Но то, что это станет средством для развлечения, игры и спорта с каким-то особым фигурным катанием, невозможно придумать. Тем не менее, рынок скейтборда и сопутствующих ему товаров – это больше сотни миллиардов долларов.

Есть мнение, что и интернет является таким же примером маниякальной потребности, в которой не было, на самом деле, никакого реального смысла, т. к. все его компоненты были доступны по-отдельности и спрос полностью удовлетворялся. Взятся интернет из «оборонки», он должен был решить в свое время проблему связи в США при ракетно-ядерном нападении СССР и разрушении основных промышленных центров. Но то, что он стал массовым, потребительским товаром, ведущим медиа и развлечением, достаточно сложно, а, скорее, и невозможно было бы выявить с помощью анализа потребностей.

*Поэтому наиболее перспективным в последние годы является товар, который не только выведен из идеи стратегического маркетинга, но и ориентируется на возможную маниякальность этой потребности. При этом, обязательным признаком такой маниякальности стала возможность использования товара или услуги в качестве развлечения.*

#### *«Идеальный» товар*

С этой точки зрения, что важно для нулевой Точки [0]? Во-первых, придумать, каким может быть новый товар или услуга, которого пока нет.

*Скорее всего, это будет товар эволюционный или заменитель. Такой, что на него может возникнуть маниякальный спрос, т. к. его можно использовать для развлечения. И такой, что объем его рынка будет достаточно существенным, чтобы сделать компанию привлекательной для инвестора. То есть, ограничений немало.*

Если каждой из упомянутых нами точек жизненного цикла компании, как правило, действует принцип «20/80», то есть восемьдесят компаний отсеялось, двадцать пошло дальше. А на Точке [0] будет не «двадцать на восемьдесят», а «десять на девяносто». То есть, 90 % из начатого, скорее всего, были задуманы неправильно, и у них нет шансов.

*С этой точки зрения Точка [0] очень важна, потому что именно в нулевой точке вы понимаете и создаёте тот продукт, который вам поможет в дальнейшем выращивать стоимость бизнеса и капитализировать ее.*

#### Точка [1]. Опытный образец

Теперь Точка [1]. Что это за точка? *Это точка, когда появился образец.* Почему важно иметь в руках образец? Почему это ключевая точка? Потому что, только имея образец, вы можете дать его в руки вашему потенциальному покупателю и понять, а будет ли он это покупать или не будет, и сколько готов платить. ДО этого момента – все умозрительно. До этого вам только кажется, что ему (потребителю) с вашим товаром или услугой будет хорошо, и он вас обогатит.

Но пока вы не дадите образец в руки потенциальному покупателю, вы не можете задействовать весь тот набор современных методов маркетингового анализа, которые наработаны практикой. Все эти фокус-группы, sample sales и т. п., то есть все множество маркетинговых инструментов, для которых выработаны хорошие методы статистической обработки и прогнозирования спроса. И пока у вас этого образца нет, никакие методы, которые позволили бы каким-либо образом судить, как люди к этому относятся, вы применить не можете. Это с одной стороны.

А с другой стороны, есть и не менее важная вторая часть. Это производство. Опять-таки, пока у вас нет опытного образца, все ваши представления о том, что это произвести трудно/легко, дешево/ дорого и т. п. – абстрактны. Когда вы дали образец на завод, завод его покрутил в руках и сказал: «Да запросто! Если тридцать тысяч в месяц, то цена такая, если пятьдесят – то такая. Никаких проблем не видим», или: «Видим вот здесь такую технологическую проблему, а здесь проблему с поставками сырья или комплектующих». Не стоит забывать, что многие бизнесы, и прежде всего, связанные с уникальностью задействованных специалистов или ресурсов, принципиально немасштабируемы.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.