Дмитрий РУМЯНЦЕВ,
директор, LCPIS

Михаил МАЛИНОВСКИЙ,
партнер,
юридическая фирма LECAP

SPAC: быть или не быть?

В результате цепочки событий 2020 года инвесторы хлынули на рынок акций, который, несмотря на обвал мировой экономики, продемонстрировал впечатляющий рост и поднял оценку публичных компаний до заоблачных высот. В результате сформировался существенный ценовой арбитраж между оценкой публичных и частных компаний. К тому же пандемия и прочие потрясения привели к высыханию ликвидности на рынке венчурного капитала. У частных быстрорастущих компаний, которые в большинстве являются убыточными и зависящими от внешнего финансирования, возникли серьезные потребности в финансировании, и рынок «вспомнил» про упрощенный механизм превращения частной компании в публичную посредством размещения акций SPAC (special purpose acquisition company) с последующим слиянием с целевой операционной компанией.

На американском рынке юридический контур и возможность таких сделок существуют с 1990-х годов, но начиная с 2017 года идет динамичное развитие данного сегмента. 2020 год на рынке США ознаменовался абсолютным рекордом — за 10 месяцев 2020 года посредством 167 сделок SPAC привлечено $62 млрд, что на 360% превышает показатель 2019 года. Средний размер одной сделки IPO SPAC по итогам 10 месяцев 2020 года на рынке США составил $296 млн, по данным информационного агентства Bloomberg. В настоящий момент на рынке США находится около $70 млрд, привлеченных и не утилизированных, которые ищут свое применение для поглощения частных быстрорастущих компаний.

КАК ЭТО РАБОТАЕТ?

По инициативе спонсора с проверенной репутацией на рынке private equity, являющегося инициатором проекта, обладающего должной экспертизой и знаниями, регистрируется SPV в форме SPAC, то есть специально созданной компании для дальнейшего поглощения/слияния. Роль спонсора исключительно важна, так как именно его имя и репутация позволяют инвесторам принимать решение о сделке. За последние годы список спонсоров на рынке существенно расширился как за счет классических PE-игроков, управляющих фондами ликвидных финансовых активов, так и за счет управляющих хедж-фондами.

Далее SPAC размещает акции на бирже. Привлеченные денежные средства размещаются на трастовом счете и до момента завершения сделки по обратному поглощению могут инвестироваться исключительно в инструменты денежного рынка. Денежные средства должны быть проинвестированы в течение 24 месяцев с момента размещения. В случае если денежные средства не были проинвестированы, они в полном объеме возвращаются инвесторам, а спонсор несет на себе все издержки по проведению IPO и осуществлению due diligence потенциальных компаний для поглощений. Таким образом, при отсутствии сделки в течение 24 месяцев и ликвидации SPAC потери терпит исключительно спонсор. При этом на этапе IPO раскрываются отрасли, на которых сфокусируется SPAC. Учитывая первоначальные инвестиции

Рисунок 1
Механизм превращения частной компании в публичную посредством размещения акций SPAC

СУЩЕСТВУЮТ ОТЛИЧНЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ДЛЯ РАЗВИТИЯ НА БАЗЕ РОССИЙСКОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ СДЕЛОК ПО МОДЕЛИ SPAC, ОРИЕНТИРОВАННЫХ КАК НА ЛОКАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ

спонсора в сделку в целом и ограниченную правоспособность SPAC, инвесторы защищены от неплатежа в случае ликвидации SPAC по истечении 24 месяцев.

После размещения акций спонсор осуществляет деятельность, схожую с функционалом фондов прямых инвестиций, а именно подыскивает цель для портфельных инвестиций с привлекательной доходностью на капитал. Для этого спонсор:

- проводит анализ целевых компаний в рамках обговоренных отраслей;
- проводит первоначальные переговоры;
- подписывает term sheet и осуществляет полноценный due diligence.

Зачастую уже при размещении спонсор четко знает потенциальных претендентов для поглощения, но не раскрывает их имена, дабы не усложнить переговорную позицию и не усилить конкуренцию за интересующий таргет.

По факту проведенных процедур стороны подписывают обязывающую юридическую документацию, которая фиксирует не только юридические договоренности и структуру сделки, но и оценку частной компании, которую приобретает SPAC. Основным документом, заключаемым сторонами, является соглашение об объединении бизнесов (Business Combination agreement).

По факту финализации документации акционеры SPAC должны одобрить заключаемую сделку.

После одобрения сделки запускается процесс слияния SPAC с целевой компанией. Как правило, SPAC вносит денежные средства, находящиеся на трастовом счете, в объединенную компанию в размере 20–30% от согласованной оценки, а текущие акционеры целевой компании вносят свои акции, которые обычно составляют 70–80% от акционерной стоимости объединенной компании. В результате на базе SPAC формируется объединенная публичная операционная компания, а первоначальные инвесторы в SPAC и акционеры целевой компании становятся совладельцами данной публичной компании.

Также при реализации механизма объединения SPAC и целевой компании может привлекаться дополнительный капитал с рынка уже через относительно широкую дистрибуцию. В таком случае осуществляется маркетинг, investor education и создание публичной equity story. Такой элемент публичного размещения носит название PIPE Raise (частные инвестиции в публичную компанию).

В 2020 году не только привлечены колоссальные средства в SPAC-эмитентов, но и произведено рекордное закрытие сделок по поглощению на суммы свыше $56 млрд. При этом уже объявлены поглощения еще на $71 млрд, которые ждут своего одобрения и должны быть закрыты в течение 2-3 месяцев. Основной интерес был сконцентрирован в секторе электрических средств передвижения и секторе цифровой медицины и биотехнологий.

На первый взгляд может возникнуть вопрос, зачем данный сложный механизм нужен сторонам процесса. Предлагаю в этом разобраться.

ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ ЧАСТНОЙ КОМПАНИИ

Частная компания, находящаяся в стадии бурного роста, отрицательного свободного денежного потока, рассматривает лишь несколько опций привлечения капитала:

- Новый частный раунд. Является традиционным источником привлечения фондирования для компаний на данной стадии, но может не в полной мере раскрыть потенциал оценки компании;
- Полноценная публичная сделка (IPO). Подготовка к IPO требует существенных временных и финансовых затрат, при этом временной горизонт подготовки может не позволить воспользоваться текущей благоприятной конъюнктурой публичных рынков. Также компания может быть просто не готова к полноценной публичной сделке с точки зрения стадии своего развития, например, находясь в ожидании одобрения своей продукции, завершения испытаний, исследований, выхода на безубыточность и прочего, что обычно требуется для стандартной сделки IPO.

Размещение посредством SPAC является моделью упрощенного IPO. Компания, договариваясь со спонсором, фиксирует свою оценку и избегает рисков ухудшения конъюнктуры. После этого проходит процесс объединения SPAC и операционной компании в очень сжатом временном горизонте — в те-

чение 2-3 месяцев. Данный процесс сопровождается достаточно ограниченным по сравнению с IPO раскрытием информации и существенно меньшими издержками. Поскольку первоначально сделка расценивается как M&A, существенно упрощаются моменты, связанные с прогнозированием данных, целевая компания вправе предоставлять свои прогнозы спонсору/SPAC. Помимо этого, компания получает в партнеры уважаемого спонсора, который обладает опытом и может существенно помочь компании в развитии бизнеса, построении процессов, усовершенствовании корпоративного управления. К текущим акционерам целевой компании применяются упрощенные практики, которые позволяют даже осуществлять cash-out и нести меньше ограничений по lock-up по сравнению со стандартным IPO. Также упрощенный и ускоренный процесс трансформации в публичную компанию позволяет получить частной компании публичную оценку, в том числе с премией к частному размещению, и в дальнейшем использовать свою публичную оценку для сделок M&A. Одним из ярких примеров является размещение через SPAC компании Nikola, производителя электрических грузовиков. Во-первых, компания получила очень щедрую оценку, несмотря на то что еще не приступила к коммерческому производству грузовиков, во-вторых, бурный рост вторичного рынка ее акций позволил по сути стартапу обогнать по стоимости таких гигантов, как Ford и Daimler, и привлечь внимание GM к стратегическому партнерству.

ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ В SPAC

Казалось бы, упрощенный процесс к публичным рынкам акционерного капитала предоставляет доступ незрелым компаниям на рынок, что создает дополнительные риски для инвесторов. Но в сделках по размещения SPAC есть целый ряд преимуществ, которые отчасти эти риски минимизируют.

Во-первых, роль и репутация спонсора позволяют инвесторам в SPAC получить достаточный комфорт в той истории, в которую они вкладывают средства, так как спонсор осуществляет полноценный due-diligence целевой компании.

Во-вторых, инвесторы получают доступ к уникальной инвестиционной теме, еще не представленной на публичном рынке.

В-третьих, при размещении SPAC отсутствует многоразовая переподписка, что позволяет гарантировать инвесторам практически максимальную аллокацию в отличие от сверхпопулярных IPO, в которых даже институциональный инвестор может получить аллокацию 5–10% процентов, а в некоторых случаях и менее 5%.

В-четвертых, размер PIPE Raise (первичный компонент сделки, размещаемый при закрытии обратного поглощения) очень незначителен для современных реалий. Как правило, он не превышает $100–200 млн, что в текущих реалиях может обеспечить существенную переподписку при его размещении и ралли во вторичных торгах сразу после начала обращения.

ПРЕИМУЩЕСТВА ДЛЯ СПОНСОРА

При успешной реализации сделки спонсор за счет варрантов на акции SPAC может заработать существенную прибыль, превышающую в 3–10 раз первоначальные вложения спонсора.

НЕДОСТАТКИ СХЕМЫ

Во-первых, несмотря на то что на рынке США есть около 80 зафондированных SPAC, которые находятся в стадии поиска целевых компаний, частная компания вынуждена договариваться с ограниченным набором спонсоров на рынке, подпадая под определенную зависимость.

Во-вторых, упрощенный характер сделки и несущественный объем первичного компонента приводят к тому, что институциональные инвесторы, специализирующие на рынке акций, не могут принимать в нем участие из-за рисков ликвидности вторичного рынка. Это существенно ограничивает вторичный рынок акций SPAC. К этому стоит добавить существенно более низкое аналитическое покрытие по сравнению с обычной сделкой IPO.

В-третьих, риски и вызовы, которые несут инвесторы компании, ставшей публичной посредством SPAC, существенно выше, чем в обычном IPO. Данные риски формируются не только из-за более лояльных требований по раскрытию информации, но и из-за стадии развития компании, скорее соответствующей раунду C или D.

В-четвертых, рынок SPAC существенно зависит от ликвидности и процентных ставок. Соответственно, даже частичное высыхание ликвидности может оказать существенное влияние как на новые сделки, так и на вторичный рынок таких компаний.

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ В РОССИИ

Рынки капитала однозначно находятся на этапе трансформации и цифровизации. Повышенная ликвидность, упрощенный доступ на рынок инвесторов — физических лиц, приход поколения Z на рынок акций, снижение роли глобальных банков и институциональных инвесторов создают предпосылки для развития упрощенного механизма выхода компаний на рынок. Все это является факторами успеха рынка SPAC в последние годы. При этом в условиях низких процентных ставок рынок такого рода акций предлагает более справедливое соотношение риск/потенциальный апсайд по сравнению с рисками сектора высокодоходных облигаций.

Привлечение финансирования в форме SPAC, в основном характерно для фондового рынка США. Даже в континентальной Европе количество сделок на данном рынке измеряется единицами, и инфраструктура находится на начальной стадии развития. В России сформировался достаточно развитый рынок корпоративных бондов, который позволяет привлечь средства не только крупным компаниям 1-2-го эшелона, но также эмитентам из сектора высокодоходных облигаций (ВДО). При этом в российской публичной плоскости, с одной стороны, чувствуется дефицит идей на рынке акционерного капитала (только две сделки на рынке IPO в 2020 году), а с другой стороны, мы видим, что быстрорастущие компании, которых в России в инновационных секторах достаточно много, испытывают дефицит в акционерном капитале. Их доступ к иностранным инвесторам в основном ограничен небольшим размером, геополитическими рисками и отсутствием возможности внятного выхода для портфельных инвесторов. На наш взгляд, это создает отличные предпосылки для развития на базе российской инфраструктуры сделок по модели SPAC, ориентированных как на локальных инвесторов, так и на локальные быстрорастущие компании. Мы полагаем, что в данном случае инвесторы будут нести риски, сопоставимые с рисками рынка ВДО, но иметь возможность заработать существенно больший апсайд.