

Научная статья

УДК 33.061.066

EDN [CNKGQO](#)

DOI 10.17150/2411-6262.2023.14(3).845-858

**Ж.С. Кулижская** *Байкальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация,*zhkulizhskaya@gmail.com

СЛИЯНИЕ СО SPAC-КОМПАНИЕЙ ВМЕСТО IPO КАК ИНСТРУМЕНТ ПОВЫШЕНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ ПРИ РЕАЛИЗАЦИИ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ

АННОТАЦИЯ. Российская финансовая наука использует западные наработки в вопросах определения стоимости компании и изучения формирования инвестиционного проекта как инструмента повышения стоимости компании. Исследования в области стоимости компании и влияния на нее инвестиционного проекта должны быть сосредоточены на выявлении прикладных аспектов существующих западных концепций в этой сфере. В этом контексте актуальным является исследование принципов выхода на фондовый рынок SPAC-компаний и объективная оценка последующей реализации инновационных проектов непубличных компаний. Цель исследования состоит в обосновании практического применения средств оценки инновационного потенциала непубличных компаний в виде сделок слияния и выхода на биржу, минуя процедуру IPO, с последующим ростом капитализированной стоимости бизнеса. Методология исследования основана на теоретическом анализе основных научных положений инвестиционной деятельности компаний, сопоставительном анализе инструментов выхода на фондовый рынок и оценке их рискованности с позиции инвесторов. Информационной и эмпирической базой исследования послужили статистические данные рынка SPAC-компаний на фондовом рынке США. Объектом исследования выступает способ выхода на фондовый рынок непубличных компаний с привлекательными инвестиционными проектами через M&A со SPAC-компанией вместо проведения IPO. Научная новизна заключается в освещении теории и практики процесса выхода на биржу непубличных компаний через слияния с SPAC, присутствующих на американском рынке, в интерпретации практики сделок при реализации инвестиционного проекта как инструмента повышения стоимости компании в рамках вызовов, стоящих перед национальной экономикой. Полученные выводы свидетельствуют о правильности утверждения, что введение в российскую практику SPAC-компаний требует тщательной адаптации и разработки прозрачных процедур со стороны мегарегулятора.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА. Фондовый рынок, SPAC-компания, инновационный проект, институциональный инвестор, M&A, IPO.

ИНФОРМАЦИЯ О СТАТЬЕ. Дата поступления 03 июня 2023 г.; дата принятия к печати 05 июля 2023 г.; дата онлайн-размещения 31 августа 2023 г.

Original article

Zh.S. Kulizhskaya *Baikal State University, Irkutsk, Russian Federation, zhkulizhskaya@gmail.com*

MERGING WITH A SPAC COMPANY INSTEAD OF AN IPO AS A TOOL TO INCREASE THE COMPANY'S VALUE WHEN IMPLEMENTING INVESTMENT PROJECTS

ABSTRACT. Russian financial science uses Western developments in determining the value of a company and studying the formation of an investment project as a tool to increase the value of a company. Research in the field of company value and the impact of an investment project on it should be focused on identifying the applied as-

© Кулижская Ж.С., 2023

pects of existing Western concepts in this area. In this context, it is relevant to study the principles of entry into the stock market of the SPAC companies and an objective assessment of the subsequent implementation of innovative projects of non-public companies. The purpose of the study is to substantiate the practical application of means for assessing the innovative potential of non-public companies in the form of mergers and entering the stock exchange, bypassing the IPO procedure, with a subsequent increase in the capitalized value of the business. The research methodology is based on a theoretical analysis of the main scientific provisions of the investment activity of companies, a comparative analysis of the instruments for entering the stock market and their risk assessment from the perspective of investors. The informational and empirical basis of the study was the statistical data of the market of SPAC-companies in the US stock market. The object of the study is a way for non-public companies with attractive investment projects to enter the stock market through M&A with a SPAC company instead of an IPO. Scientific novelty lies in the coverage of the theory and practice of the process of entering the stock exchange of non-public companies through merging with SPACs present on the American market, in the interpretation of the practice of transactions in the implementation of an investment project as a tool to increase the company's value in the context of the challenges facing the national economy. The findings indicate the correctness of the assertion that the introduction of the SPAC companies into Russian practice requires careful adaptation as well as the development of transparent procedures by the mega-regulator.

KEYWORDS. Stock market, a SPAC company, innovative project, institutional investor, M&A, IPO.

ARTICLE INFO. Received June 03, 2023; accepted July 05, 2023; available online August 31, 2023.

В российском сегменте фондового рынка тренды инвестиционного и инновационного развития компаний стоят в настоящий момент как никогда остро, при этом существует их четкая взаимосвязь с потенциальным повышением стоимости компании. При постановке управленческих задач для российских компаний этот вопрос в большинстве случаев игнорируется, вследствие чего, например, подавляющее большинство российских компаний имеют непубличный характер.

В первую очередь, наибольшую важность решение этого вопроса имеет для технологических стартапов. Проектное финансирование, как известно, имеет свои ограничения, и они связаны не только с привлечением капитала (например, синдицированного или мезонинного типа), повышенными рисками, обязательным созданием проектной компании. Прежде всего, проектное финансирование возможно только для отработанных технологий, так как стоит вопрос о возвратности вложений инвесторов [1]. Привлечение же инвестиций в новые технологии, новые разработки всегда сталкивается с венчурными ограничениями, высокими рисками и неготовностью частного бизнеса к долгосрочным вложениям.

Во-вторых, говоря о высоком скрытом потенциале российского фондового рынка, мы постоянно видим свидетельства непонимания собственниками и руководством компаний, которые сосредотачивают свое внимание на операционной деятельности, роли стоимости своего предприятия как фондового товара. Розничные инвесторы же, в основном, всегда положительно оценивают инновационное развитие компаний и их ожидания на практике всегда повышают рыночные котировки.

Отсюда и наблюдается эффект инвестиционной вялости российского бизнеса в целом, незначительное внимание к формированию новых инвестиционных проектов, причем, в большей степени частного сектора, так как по статистике основная доля инвестиций по количеству и объему приходится на государственный сектор экономики и корпорации с государственным участием. Поэтому так важно раскрытие информации о возможности получения дохода не только с операционной, но и с инвестиционной и финансовой деятельности — полной или частичной

продажи бизнеса, вовлечения в участие в предприятии, в долговой или долевой форме, инвесторов.

Начнем с того, что для определения рыночной стоимости непубличной компании требуется проведение ее оценки оценщиком¹. Причем, такая оценка является в значительной степени субъективной, поскольку зависит не только от выбранного оценщиком стандарта проведения оценки, но и метода ее проведения [2]. К тому же такая оценка имеет ограниченный срок достоверности.

Стоимость публичной компании — капитализацию — определить проще. Если ее акции обращаются на открытом организованном рынке, она равна стоимости совокупности всех ее акций, исходя из их текущего биржевого курса [3]. Однако необходимо отметить, что котировки акций имеют значительную динамику изменения под влиянием многочисленных факторов, в некоторой части не имеющих отношения к инвестиционному проекту, который формирует компания. Поэтому, говорить о том, что капитализация компании в своей динамике всегда точно отражает влияние на стоимость компании формируемого ею инвестиционного проекта не корректно. Последние события на российском фондовом рынке лишний раз это продемонстрировали.

В части теоретических исследований стоимости компании и влияния на нее, которое оказывает инвестиционный проект, формируемый компанией, необходимо отметить учебник Ю.М. Березкина, Д.А. Алексеева «Финансовый менеджмент» [4], в котором раскрыты все аспекты управления финансами предприятия, в том числе вопросы стоимости предприятия и инвестирования.

Например, о стоимости предприятия на основе «...таких широко известных теорий (базовых концепций) финансового менеджмента, как ... теория структуры капитала (The Cost of Capital Theory) (авторы Ф. Модильяни и М. Миллер) [5] ...» сказано, что «...стоимость корпорации определяется только ее будущими доходами и не зависит от структуры ее капитала, в частности от доли займов...». Также в этом учебнике приводится теория эффективности рынков (Efficient Markets Hypothesis, ЕМН), авторы Ю. Фама и В. Мэлкайл [6], суть которой состоит в том, что «...на эффективном (в информационном смысле «прозрачном») рынке невозможно получение сверхдоходов: «операции, совершаемые на эффективных рынках, имеют нулевой NPV (ЧПЭ), поэтому для увеличения доходов компании нужно инвестировать в инвестиционные проекты реального сектора экономики» [4].

Эта теория прямо согласуется с темой статьи и взглядом экономической теории и практики на инвестиционный проект как инструмент повышения стоимости компании. При этом важно обратить внимание: для того, чтобы повысить стоимость компании, необходимо выбрать такой инвестиционный проект, доходность которого выше WACC (средневзвешенной стоимости капитала) компании, и правильно его сформировать как инструмент повышения стоимости компании [7; 8].

В данных вопросах существует множество направлений и моделей, мы же обратимся в данном исследовании к новым механизмам, уже существующим в зарубежной практике, где кроме выхода на биржу с помощью первичного размещения акций (IPO) [9] существуют и другие инструменты. Речь будет идти о SPAC — инвестициях в идею, основанных на вере в команду спонсоров. Инструмент далеко не новый, но при этом до определенного времени он был малоизвестным. Популярность его выросла в основном за счет бума IPO, произошедшего в 2020–2021 гг. (рис.1).

Необходимо отметить, что после рекордных темпов первичных публичных размещений на биржах США в 2021 г., как мы видим, активность IPO резко сни-

¹ Об оценочной деятельности в Российской Федерации : Федер. закон от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ : (ред. от 02 июля 2021) // СПС «КонсультантПлюс».

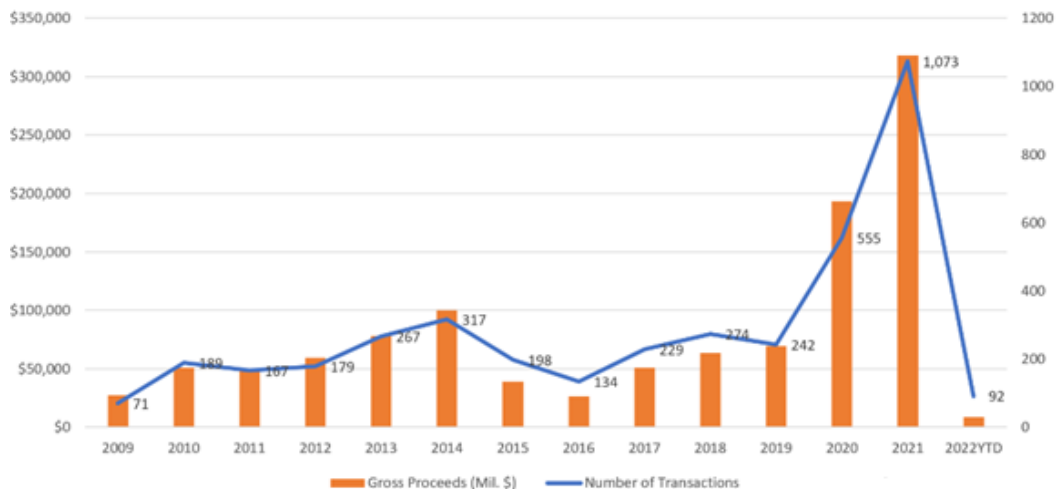


Рис. 1. Объем IPO на фондовом рынке США за период 2009–2021 гг.

Источник: URL: <https://insight.factset.com/u.s.-ipo-activity-drops-dramatically-in-the-first-half-of-2022>.

зилась в первой половине 2022 г. Согласно данным FactSet, в 2021 г. 1 073 компании провели IPO, собрав 317 млрд долл.; в первой половине 2022 г. их было всего 92 компании, которые привлекли чуть менее 9 млрд долл. На активность IPO в первые шесть месяцев этого года повлияли два основных фактора. Во-первых, после пика в первом квартале 2021 г. количество IPO, проведенных компаниями SPAC, сократилось в последние три квартала прошлого года. Во-вторых, фондовый рынок США пережил худшее первое полугодие с 1970 г., поскольку растущая глобальная инфляция вынудила центральные банки резко повысить процентные ставки после десятилетия мягкой денежно-кредитной политики.

Но, рассматривая период пиковых значений, можно отметить тот факт, что на фоне такого роста количества новых компаний на фондовом рынке активизировался и SPAC-механизм. Сама официально признанная технология SPAC появилась в США, и большинство SPAC до сих пор числятся и торгуются именно в Америке. Но подобное современное ускоренное средство выхода на IPO рассматривается в настоящий момент к применению и на других фондовых рынках.

К примеру, Гонконг, в 2020 г. ставший вторым по популярности местом листинга в мире, и сейчас рассматривает вопрос разрешения компаниям специального назначения регистрироваться в Азиатском финансовом центре. Гонконгский регулятор рынков, комиссия по ценным бумагам и фьючерсам (SFC) и биржевой оператор Hong Kong Exchange and Clearing изучают вопросы подходящих режимов листинга SPAC для повышения конкурентоспособности Гонконга как международного финансового центра.

Тему SPAC пока отдаленно, но уже изучают и в России. 2020 г. уже вошел в историю российского фондового рынка как год феноменального роста числа инвесторов и объемов торгового оборота. Правительство РФ и Банк России всячески стараются поддержать данную тенденцию различными инициативами — от предоставления налоговых льгот для частных инвесторов до введения различных ускоренных процедур и возмещения части затрат для эмитентов, выходящих на IPO. Целью последней инициативы является стимулирование стартапов к выходу

на биржу и тем самым расширение списка финансовых инструментов, компаний-эмитентов на фондовом рынке. Кроме субсидирования и предоставления налоговых вычетов для увеличения числа размещений в том числе рассматривается возможность выхода на биржу через «технические компании». Предполагается, что такие SPAC-компании смогут привлекать средства, размещая акции или цифровые финансовые активы (токены) на бирже и с помощью краудинвестинга².

Таким образом, «спрос рождает предложение». Поэтому логично предположить, что SPAC-активность на российском рынке, при возможной поддержке и стимулировании со стороны государства (если судить по озвучиваемым запросам к ускоренному технологическому инновационному суверенитету) также будет вызвана повышенным спросом всех заинтересованных участников. Но прежде чем предложить инвесторам и компаниям данный инструмент, необходимо рассмотреть его особенности и учесть существующие недостатки и риски при адаптационном использовании в нашей стране.

SPAC — аббревиатура от английского «Special Purpose Acquisition Company» или «компания по приобретению специального назначения». SPAC-компания создается с одной целью — найти непубличную компанию и произвести слияние, осуществив вывод компании-«цели» на организованный рынок в обход процесса классического IPO. То есть компания-«цель» выходит на фондовый рынок через сделку слияния и поглощения (M&A), а не через процедуру IPO, и как бы «вдруг» становится публичной компанией, что с одной стороны является «лазейкой», черным ходом на фондовый рынок, через который не исключено проникновение на него как мошенников, так и просто несостоятельных инвестиционных проектов³.

Подтверждением этому является тот факт, что 58 % публичных компаний, образованных за счет слияний со SPAC-компаниями в США, торгуются сегодня ниже «себестоимости» — дешевле цены предложения акций самих SPAC-компаний (10 долларов США за акцию), что говорит о неудачном результате слияния. Эти риски также необходимо нивелировать и четко обозначать при разработке концепции применения данной технологии для российского фондового рынка. С другой стороны, SPAC-компания — отличная и, пожалуй, единственная возможность для реализации большинства высокомаржинальных инвестиционных проектов мелких частных компаний, которые иначе просто не смогут получить дальнейшего развития из-за отсутствия достаточного для их реализации финансирования.

Таким образом, обобщим теоретические предпосылки такого явления как возникновение SPAC-компаний на фондовом рынке.

Во-первых, как уже отмечалось выше, согласно теории эффективности рынков развитие рынка приводит к неуклонному понижению NPV существующих на нем проектов вплоть до нулевого значения. И без привлечения «свежих» инвестиционных идей рынок «выгорает». А такие идеи возникают, как правило, вне организованного рынка, в частных непубличных компаниях, которые и возникают в попытке реализации новых инвестиционных идей. То есть, необходимость возникновения SPAC-компаний обусловлена спросом капитала на новые высокодоходные инвестиционные проекты и их дефицитом.

Во-вторых, выход частных непубличных компаний на организованный рынок крайне сложен и ограничен из-за стоимости и сложности проведения IPO, и для небольшой непубличной компании, где, как правило, и возникают «свежие» идеи, является в подавляющем большинстве «неподъемной» тратой. Причем, зна-

² Власти изучают допуск к IPO в России компаний без активов // РБК. URL: <https://www.rbc.ru/finances/10/02/2021/6022767e9a79476f42aa9fc3?ysclid=18k792m0ds423738233>.

³ Скандалы на рынках в 2020 году: от проблем Джека Ма до фейка от Nikola // РБК. URL: <https://quote.rbc.ru/card/5feb16f49a7947ce4325f183>.

чительные финансовые издержки сопровождаются высоким финансовым риском, поскольку расходы на проведение IPO могут и не окупиться. Само по себе IPO не обещает привлечения капитала в требуемых для развития компании масштабах и для этого должно сопровождаться широко освещаемой, а потому дорогостоящей рекламной кампанией, так как без качественно проведенной рекламы IPO не гарантирует широкого привлечения интереса инвесторов. Как правило, не только на второе — рекламу, но и само проведение IPO у непубличной компании нет ни средств, ни опыта, ни менеджмента. Зато все это имеется у SPAC-компании, которая и создана с целью найти непубличную компанию с интересным с коммерческой точки зрения инвестиционным проектом. Организаторами SPAC-компании, как правило, являются опытные и состоятельные бизнесмены, имеющие богатый опыт, громкие имена и пользующиеся уважением в среде инвесторов. Фактически это профессиональные создатели новых публичных компаний, которые не ограничиваются одной единственной SPAC-компанией, а ставят это дело «на поток». Поэтому M&A со SPAC-компанией с большими финансовыми возможностями и опытом работы на фондовом рынке дает непубличной компании куда больше шансов на удачное «плавание» на фондовом рынке, чем самостоятельное проведение IPO, на которое руководство небольшой частной компании само по себе, скорее всего, и не решилось бы.

В-третьих, время выхода компании на фондовый рынок значительно сокращается. Стандартная процедура выхода на IPO довольно продолжительна и от начала до конца может занять годы. Но так как SPAC-компания уже торгуется на бирже, целевая непубличная компания через M&A пропускает IPO и становится публичной. Процесс выхода на рынок путем слияния с «технической компанией» происходит в разы быстрее — всего 3–4 месяца. Такие условия актуальны для компаний, стремящихся быстро выйти на рынок.

Таким образом, слияние со SPAC-компанией — это удобная и быстрая альтернатива выходу на фондовый рынок через классическое IPO и обеспечивает компании-«цели» путь к публичности с меньшим контролем со стороны регулирующих органов и отсутствием финансовых затрат.

В 2020–2021 гг. можно было наблюдать, как «фондовый» конвейер по выводу на биржу США непубличных компаний с помощью SPAC-компаний набирал все большие обороты, хотя довольно долгое время SPAC-компании были не востребованы как инвестиционный инструмент. Несмотря на то, что они стали появляться в 90-е гг. прошлого века, популярность SPAC-компаний приобрели только в середине второго десятилетия XXI в. (рис. 2).

Начиная с 2014 г., наблюдается неуклонный рост количества компаний, выходящих на фондовый рынок США не в результате IPO, а путем слияния со SPAC-компанией. Как видно из рис. 3, активность по выходу на фондовый рынок США непубличных компаний за счет операций M&A со SPAC-компаниями в течение 2019–2021 гг. возрастала в геометрической прогрессии и достигла своего пика в первом квартале 2021 г.

На рис. 4 приведены показатели, отображающие существовавшие в 2019–2020 гг. тенденции соотношения традиционного IPO и выхода на биржу через M&A со SPAC на американском фондовом рынке США.

Из графиков видно, что по состоянию на конец 2020 г. — начало 2021 г. количество размещений через слияние со SPAC-компаниями фактически вдвое обогнало выход на биржу путем классического IPO. Таким образом, можно сделать вывод о том, что в 2020 г. на самом крупном фондовом рынке мира — США — количество средств, привлеченных публичными компаниями за счет выхода на биржу через M&A непубличных компаний со SPAC-компаниями, фактически сравнялось с количеством средств, которые были привлечены за счет классиче-

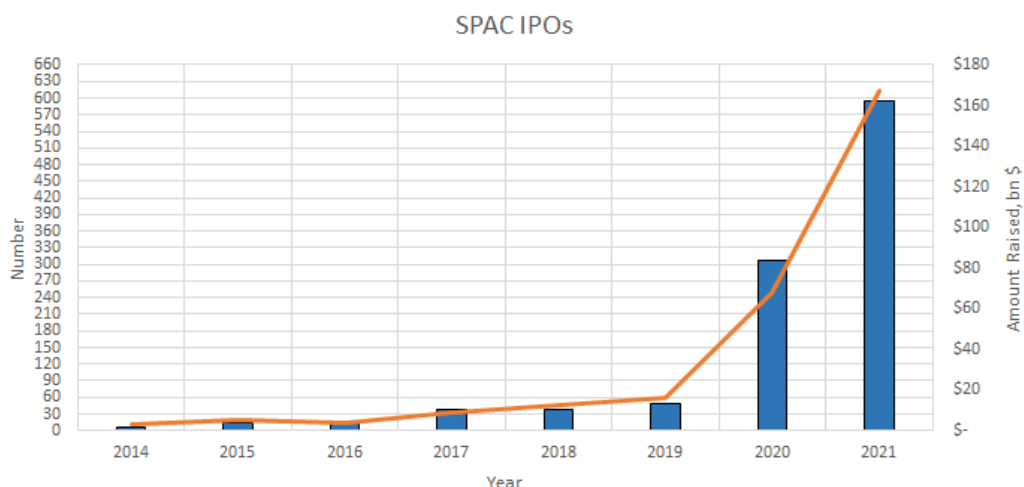


Рис. 2. Количество IPO, проведенных с помощью SPAC-компаний в 2014–2021 гг.

Источник: URL: <https://fin-plan.org/blog/investitsii/spac-kompanii>.

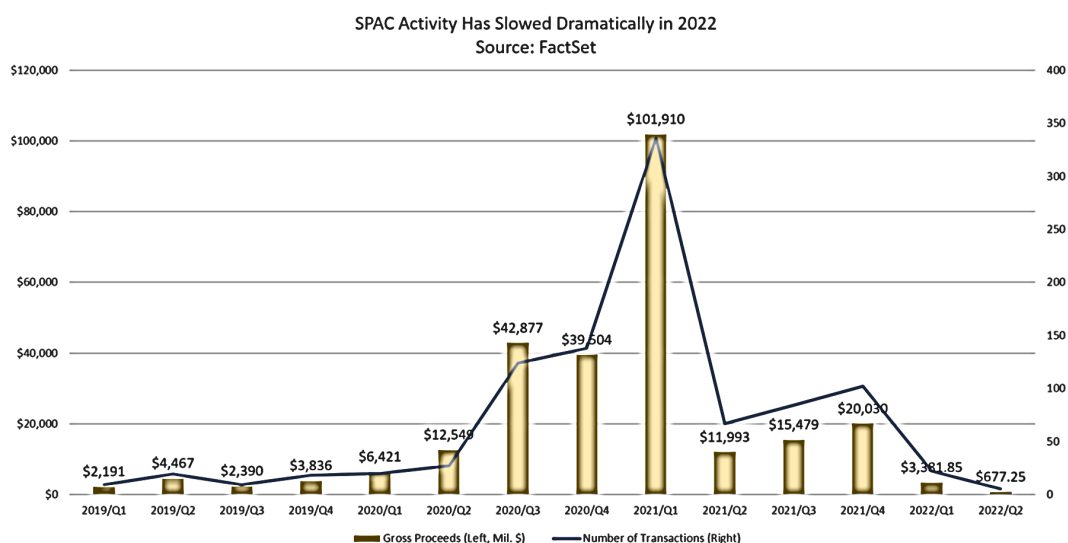


Рис. 3. Динамика сделок со SPAC-компаниями на фондовом рынке США с 2019 г. по 2022 г. в квартальном отражении

Источник: <https://insight.factset.com/u.s.-ipo-activity-drops-dramatically-in-the-first-half-of-2022>.

ского IPO, а по количеству выведенных на рынок компаний даже обогнало классическое IPO. И судя по всем графикам, несмотря на снижение сделок в 2022 г. тенденция смены парадигмы выхода компаний на организованный рынок будет и дальше развиваться в пользу M&A непубличных компаний со SPAC-компаниями в противовес классическому IPO. Данные тренды будут касаться не только рынка США, инновационно-технологические вызовы современного мироустройства воз-



Рис. 4. Тенденция соотношений между первичным публичным размещением и выходом на биржу путем слияния со SPAC-компаниями

Источник: URL: <https://fin-plan.org/blog/investitsii/spac-kompanii>.

никают по всему миру, в том числе и в России. Необходимо только адаптировать и установить правила использования данного инструмента со стороны регулятора и тщательно подготовить данный высокорискованный, но потенциально высокодоходный (четко следующий парадигме «риск-доходность») инструмент для инвесторов (институциональных и розничных). Для самих непубличных компаний появляется возможность реализации инновационных идей, а для публичных компаний возможность повысить свою рыночную капитализацию [10].

Особо отметим, что при изучении процесса слияния SPAC-компания с непубличной компанией мы можем наблюдать, что с одной стороны, на рынке присутствуют команды опытных бизнесменов и инвесторов, которые и создают SPAC-компания. Они выступают субъектами операции, своего рода комбайнами, собирающими «урожай» и приводящими на фондовый рынок непубличные компании. С другой стороны, представлены объекты приложения интереса, непубличные компании, которые и являются тем самым финансовым «урожаем», который SPAC-компания собирают на фондовый рынок.

Специальная компания-«пустышка» со значительным акционерным капиталом, сформированным за счет привлечения менеджментом и организаторами SPAC-компания, обладающими значительным авторитетом на фондовом рынке, инвесторов в ограниченные законодательством сроки — в США это два года с момента создания (в России возможны свои временные периоды) — должна найти непубличную компанию, обладающую привлекательным инвестиционным проектом, и произвести M&A. В противном случае, если компания-цель не будет найдена за это время, SPAC-компания прекращает свое существование. Это своего рода пустой контейнер, существующий на фондовом рынке, приготовленный для вложения содержимого в виде непубличной компании, обладающей ценным с точки зрения менеджмента и акционеров SPAC-компания инвестиционным проектом. Причем, вложение гарантирует дальнейшее развитие за счет существующего у SPAC-компания финансового капитала в виде сформированного акционерного капитала. Последний ждет применения на специальном счете, который не подлежит «распаковке» до момента слияния.

Необходимо пояснить понятие «пустышка» - действительно, компания не имеет на балансе активов — именно поэтому к таким компаниям применяют это

слово. SPAC — это компании, не имеющие за собой совершенно ничего, кроме юридической формы публичной компании. У них нет ни истории деятельности, ни операционного бизнеса. На балансе у них нет никаких активов, отличных от денежных средств и ограниченных инвестиций, включая выручку от IPO.

В дальнейшем, управленческая команда проводит «Road Show», похожее на традиционное IPO, чтобы попытаться найти заинтересованных инвесторов. Разница с традиционным IPO в том, что они продают не конкретную компанию, а по сути, себя, свою команду и свой опыт, свою идею.

Инвесторы, решившие поучаствовать в IPO компании, покупают ее доли. На этом этапе в инвестициях в SPAC участвуют исключительно крупные инвесторы — хедж-фонды, пенсионные фонды, банки и т.д. Цена акции на момент пре-IPO SPAC составляет, как уже упоминалось, фиксированные 10 долл. Кроме покупки акции учредитель получает варрант — ордер, дающий право на покупку большего количества акций в будущем по фиксированной цене. Деньги, полученные от IPO, помещаются на трастовый счет (аналогия эскроу-счета), неприкасаемый до тех пор, пока учредители не одобряют сделку по приобретению. Эти средства как раз идут на покупку компании-цели. Пока основатель ищет компанию-«цель», средства могут быть инвестированы в безрисковые активы. Чаще всего это краткосрочные инструменты (например, государственные облигации). Также спонсоры имеют право на 20 % акционерного капитала SPAC в качестве гонорара в случае состоявшейся сделки слияния. К примеру, если SPAC в США привлекла 500 млн долл. изначально, спонсор после слияния получает 100 млн долл. акций (при первоначальном взносе 25 тыс. долл.). Это огромная маржа, и она не сильно пострадает, даже если приобретенная компания будет работать плохо. В случае, если акции новой компании упадут на 50 %, все равно спонсор получит почти 50 млн долл.

Целью нашего исследования является не столько сама SPAC-компания, а выявление того, что с точки зрения менеджмента и акционеров ценность представляет не сама по себе инновационно-инвестиционная непубличная компания, а тот актив — инвестиционный проект — которым она владеет.

Главный показатель успешности M&A — рост котировок акций вновь созданной компании по сравнению с акциями SPAC-компаний за счет приобретения и дальнейшего формирования инвестиционного проекта непубличной компании.

Как правило, акции SPAC-компаний торгуются на рынке по фиксированной цене 10 долларов США. Если слияние произошло успешно и сулит значительный прирост выручки и прибыли, то акции вновь образованной компании торгуются выше этой стоимости, что означает рост стоимости вновь созданной компании, что само по себе доказывает: формирование инвестиционного проекта является инструментом повышения стоимости компании [11].

Однако у данного способа выхода на биржу существуют проблемные моменты: ближе к концу срока, отведенного SPAC-компания на поиск объекта для слияния, ее менеджмент начинает спешно искать непубличную компанию, чтобы остаться на фондовом рынке, поскольку иначе SPAC-компания подлежит ликвидации. В силу этого повышается вероятность некачественной сделки: инвестиционный проект непубличной организации в таких условиях практически всегда переоценивается в своих показателях. И потому более 50 % компаний, образованных в результате слияния со SPAC-компаниями в 2015–2016 гг., торгуются ниже стоимости IPO самой SPAC-компаний⁴.

⁴ Бум SPAC закончился: 58% компаний-пустышек торгуется ниже цены IPO // РБК. URL: <https://quote.rbc.ru/news/article/61363c3b9a79473fb8c35ce0>.

В качестве примера можно привести историю выхода на биржу частного производителя электрогрузовиков Nikola Motors (рис. 5). 4 июня 2020 г. Nikola Motors после сделки со SPAC-компанией VectoIQ вышел на биржу NASDAQ.



Рис. 5. График изменения котировок акций Nikola Corp. с 2019 по 2023гг.

Источник: <https://ru.investing.com/equities/nikola-corp>.

Сама по себе идея производства электрогрузовиков была — да и остается — весьма интересным инвестиционным проектом в силу тренда на замену автомобилей, использующих двигатель внутреннего сгорания, на экологичный электротранспорт: ожидаемый спрос многократно превышает предложение. Поэтому в первый день торгов стоимость акции вновь созданной компании достигла 33,75 долл. за штуку. За первые три сессии торгов на бирже капитализация компании приблизилась к капитализации старейшего автогиганта Ford Motor, достигнув 67,17 долл. При этом компания так и не смогла запустить производство электромашин. И в конце декабря 2020 г. акции торговались уже на уровне 17 долл. за штуку — вдвое дешевле, чем в первый день торгов. В июле основателя объявили мошенником, а котировки компании рухнули. А по состоянию на начало 2023 г. Nicola Motors — правопреемник частной компании Nicola — торговался на отметке ниже 1 долл. США за акцию (см. рис. 5), что существенно ниже стоимости размещения акций самой SPAC-компанией VectoIQ. Таким образом можно констатировать вывод — выбор инвестиционного проекта менеджментом SPAC-компаний VectoIQ оказался неудачным.

В противовес приведем пример успешной сделки. Осенью 2020 г. Скотт Крис — руководитель венчурного фонда из Хьюстона — вывел на биржу свою SPAC — Industrial Tech Acquisition, объем размещения составил всего 86 млн долл. В октябре 2021 г. SPAC провел слияние с израильской компанией Arbe Robotics, разработчиком системы компьютерного зрения для беспилотных автомобилей. Момент для выхода на биржу эта компания пропустила, оценка компании начала падать, и проведенная сделка вывела инновационную компанию на увеличение капитализации — Arbe оценивается сегодня в 440 млн долл. Этот пример хорошо

иллюстрирует, что SPAC могут выполнять свою роль — привлечение инвестиций в высокорисковый бизнес благодаря доверию инвесторов к опыту организатора (спонсора) SPAC».

Таким образом, появление SPAC-компаний на фондовом рынке США и большое, в пиковые периоды, количество M&A непубличных компаний с ними доказывают, что формирование инвестиционного проекта и его возможная реализация публичной компанией однозначно является инструментом повышения ее рыночной стоимости. Основная задача менеджмента SPAC-компаний — найти потенциально успешные проекты.

Отраслевое распределение тенденции M&A представлено на рис. 6, из которого видно, что наибольшее число сделок со SPAC-компаниями в пиковый период, в январе–апреле 2021 г., произошло в отраслях информационных технологий — 24,3 %, производства потребительских товаров — 11,2 % и здравоохранения — 8,8 %.

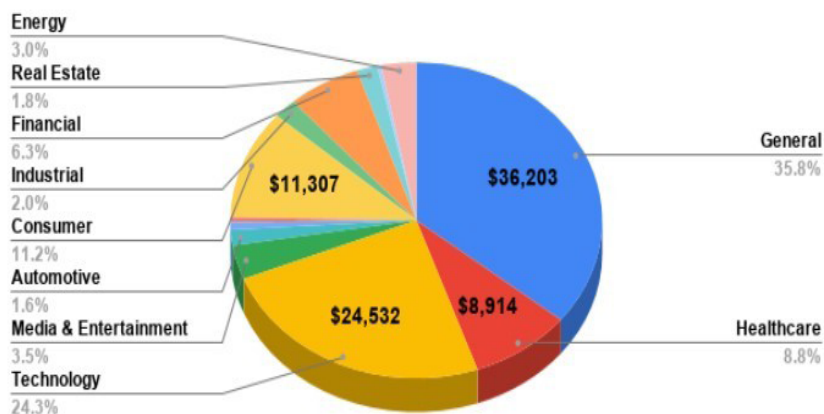


Рис. 6. Отраслевое распределение сделок со SPAC-компаниями в 2021 г.

Источник: URL: <https://fin-plan.org/blog/investitsii/spac-kompanii>.

В качестве цели для слияния SPAC ориентированы в основном на компании высокотехнологичных и инновационных отраслей. Конечно, есть и другие направления — если посмотреть историю слияния SPAC, то в качестве цели выступали компании по прокату электросамокатов, прокату DVD-дисков, элитные тренажерные залы. В большинстве случаев выход на рынок через SPAC используют малоизвестные компании, стартапы, так как они понимают, что доступа к финансовым источникам у них нет и варианты попасть на биржу также отсутствуют.

Необходимо в заключение отметить, что 2022 г. внес свои коррективы в развитие данного рынка — объем привлеченных через SPAC средств в 2022 г. составляет всего 12,5 млрд долл., по данным SPAC Research, что не идет ни в какое сравнение с 162,5 млрд долл., которые были привлечены компаниями в 2021 г. Тем не менее, сам инвестиционный инструмент не опровергнут рынком и, после стабилизации экономики, интерес к данному варианту выхода на рынок вновь вернется, поэтому необходимо уже сейчас внимательно изучать возможности его использования в российской инновационной сфере в долгосрочном периоде и внедрять на практике. Долгосрочные перспективы, по нашему мнению, у инструмента есть, хотя многое будет зависеть и от регулятора (Банк России), который

должен стремиться повысить уровень раскрытия информации в данных сделках, обеспечивая доверие инвесторов.

В данном исследовании SPAC, как инструмент, рассматривался в основном с позиции институциональных инвесторов и самих непубличных компаний как генераторов инвестиционных идей, так как целью было показать, как этот механизм может стать своеобразным «хабом» от инвестиционной привлекательности одних к увеличению капитализации других.

В отношении идеи привлечения к данной схеме розничных инвесторов необходимо сразу отметить, что существующий порядок, например, утвержденный в США, говорит о том, что розничные инвесторы получают там большую часть риска при ограниченном росте возможных доходов в то время, как институциональные инвесторы получают большую часть прибыли при ограниченном риске. Ситуация ликвидации SPAC в случае неудачного выбора проекта для розничного инвестора сравнима с дефолтом эмитента. С большой вероятностью это означает полную потерю инвестированных средств. Поэтому при допуске к данным инструментам розничных инвесторов [11] регулятору финансового рынка необходимо вводить для данной категории ограничения по степени риска, их квалификации и опыта, по сути, венчурного для них, инвестирования. Это позволит получать и розничному инвестору определенную выгоду, если результат сделки SPAC будет успешным, если новая компания займет свою нишу на рынке и будет показывать хорошие результаты в результате реализации инноваций. Таким образом будет реализована стратегия поддержки отечественных инновационных компаний в реализации их проектов с помощью такой формы «идейного» инвестирования.

Рост котировок акций вновь созданной публичной компании по сравнению со стоимостью акций SPAC-компаний и будет являться критерием, позволяющим говорить об успешном слиянии с организацией, ранее занимавшейся формированием инвестиционного проекта. И напротив, отсутствие роста будет говорить о неудовлетворительной работе менеджмента SPAC-компаний в вопросе выбора непубличной компании для слияния. Здесь вопросы и требования будут предъявляться к стратегии и обоснованию со стороны опытной команды институциональных инвесторов и контролирующих их выход на биржу финансовых органов.

В целом же история возникновения и роста популярности использования SPAC-компаний для вывода на фондовый рынок непубличных компаний, свидетельствует о том, что данный инструмент, с учетом его ограничений в отношении высоких рисков, является достаточно перспективным для отечественного рынка. При этом тенденции развития финансового рынка показывает, что инвестиционный проект является фактически единственным инструментом, обеспечивающим фундаментальный рост стоимости компании [12], во-первых, а, во-вторых, сам рост как стоимости отдельных компаний, так и отраслей экономики и фондового индекса в целом в настоящее время является мерилом успеха и целью для участников фондового рынка.

Список использованной литературы

1. Благих И.А. Проектное финансирование в инвестиционной сфере / И.А. Благих, А.А. Аркадьев. — EDN [PDIETF](#) // Проблемы современной экономики. — 2012. — № 2 (42). — С. 197–202.
2. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федорова, М.А. Эскиндаров [и др.]. — Москва : Интерреклама, 2011. — 544 с.
3. Алексеев Д.А. Капитализация российских компаний в условиях кризиса / Д.А. Алексеев. — EDN [KXTUBV](#) // Известия Иркутской государственной экономической академии. — 2009. — № 6 (68). — С. 48–52.

4. Березкин Ю.М. Финансовый менеджмент / Ю.М. Березкин, Д.А. Алексеев. — Иркутск : Изд-во БГУЭП, 2014. — 333 с.
5. Ибрагимов Р.Г. Обобщение теории Модильяни-Миллера: миф и реальность / Р.Г. Ибрагимов, Г.А. Панферов. — EDN [SGMGAN](#) // Вестник финансового университета. — 2014. — № 3 (81). — С. 114–122.
6. Эволюция концепций финансового менеджмента / А.В. Тебекин, А.В. Игнатьева, Н.В. Митропольская-Родионова, А.В. Хорева. — EDN [JMZWCE](#) // Журнал экономических исследований. — 2020. — № 1. — С. 34–61.
7. Авдюшина М.А. Оценка эффективности инвестиционного проекта предприятия / М.А. Авдюшина, К.А. Клепацкая. — EDN [AOMAFH](#) // Global & Regional Research. — 2019. — Т. 1, № 3. — С. 111–119.
8. Шарп У.Ф. Инвестиции : учебник / У.Ф. Шарп, Г.Дж. Александер, Дж.В. Бейли. — Москва : Инфра-М, 2018. — 1027 с.
9. Бадилина Л.П. Активизация инвестиционных процессов в Российской Федерации с использованием рынка ценных бумаг / Л.П. Бадилина, Н.А. Звягинцева. — DOI 10.17150/1993-3541.2016.26(1).5-14. — EDN [VODZMJ](#) // Известия Иркутской государственной экономической академии. — 2016. — Т. 26, № 1. — С. 5–14.
10. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка: инструменты и методы определения стоимости любых активов / Асват Дамодаран. — Москва : Альпина Паблишер, 2011. — 1324 с.
11. Кулаков В.В. Формирование инвестиционной стратегии с учетом тенденций фондового рынка России / В.В. Кулаков, Е.В. Дягилева // Global and Regional Research. — 2023. — Т. 5, № 2. — С. 1–12.
12. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. — 3-е изд., перераб. и доп. — Москва : Олимп-Бизнес, 2008. — 554 с.


References

1. Blagikh I.A., Arkadjev A.A. Project Financing in the Investment Sphere. *Problemy sovremennoi ekonomiki = Problems of Modern Economics*, 2012, no. 2, pp. 197–202. (In Russian). EDN: [PDIETF](#).
2. Gryaznova A.G., Fedorova M.A., Eskindarov M.A., Tazikhina T.V., Ivanova E.N., Shcherbakova O.N. *Assessment of Enterprise (Business) Value*. Moscow, Interreklama Publ., 2011. 544 p.
3. Alekseev D.A. Capitalization of Russian Companies in a Crisis Conditions. *Izvestiya Irkutskoy gosudarstvennoy ekonomicheskoy akademii = Izvestiya of Irkutsk State Economics Academy*, 2009, no. 6, pp. 48–52. (In Russian). EDN: [KXTUBV](#).
4. Berezkin Yu.M., Alekseev D.A. *Financial management*. Irkutsk, Baikal State University of Economics and Law Publ., 2014. 333 p.
5. Ibragimov R., Panferov G. Generalization of the Modigliani-Miller theory: myth and reality. *Vestnik Finansovogo universiteta = Bulletin of The Financial University*, 2014, no. 3, pp. 114–122. (In Russian). EDN: [SGMGAN](#).
6. Tebekin A.V., Ignatieva A.V., Mitropolskaya-Rodionova N.V., Khoreva A.V. The evolution of the concepts financial management. *Zhurnal ekonomicheskikh issledovaniy = Journal of Economic Studies*, 2020, no. 1, pp. 34–61. (In Russian). EDN: [JMZWCE](#).
7. Avdyushina M.A., Klepatchka K.A. Evaluation of the Efficiency of the Investment Project of the Enterprise. *Global & Regional Research*, 2019, vol. 1, no. 3, pp. 111–119. (In Russian). EDN: [AOMAFH](#).
8. Sharpe W.F., Alexander G.J., Bailey J.V. *Investments*. Prentice Hall, 1998. 962 p. (Russ. ed.: Sharpe W.F., Alexander G.J., Bailey J.V. *Investments*. Moscow, Infra-M Publ., 2018. 1027 p.).
9. Badilina L.P., Zvyagintseva N.A. Enhancing Investment Processes in the Russian Federation Through the Securities Market. *Izvestiya Irkutskoy gosudarstvennoy ekonomicheskoy akademii = Izvestiya of Irkutsk State Economics Academy*, 2016, vol. 26, no. 1, pp. 5–14. (In Russian). EDN: [VODZMJ](#). DOI: 10.17150/1993-3541.2016.26(1).5-14.
10. Damodaran Asvat. *Investment Valuation: Instruments and Methods for Determining the Value of Any Assets*. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2011. 1324 p.

11. Kulakov V.V., Dyagileva E.V. Russian Stock Market Trends Influencing an Investment Strategy. *Global and Regional Research*, 2023, vol. 5, no. 2, pp. 1–12. (In Russian).

12. Copeland Th.E., Koller T., Murrin J. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd ed. New York, John Wiley, 2000. 516 p. (Russ. ed.: Copeland Th.E., Koller T., Murrin J. *Company Value: Valuation and Management*. 3rd ed. Moscow, Olimp-Biznes Publ., 2008. 554 p.).

Информация об авторе

Кулижская Жанна Сергеевна — кандидат экономических наук, доцент, доцент кафедры финансов и финансовых институтов, Байкальский государственный университет, г. Иркутск, Российская Федерация, zhkulizhskaya@gmail.com,  <https://orcid.org/0009-0006-4683-0773>, SPIN-код: 3608-6122, AuthorID РИНЦ: 360468.

Author

Zhanna S. Kulizhskaya — PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the Department of Finance and Financial Institutions, Baikal State University, Irkutsk, Russian Federation, zhkulizhskaya@gmail.com,  <https://orcid.org/0009-0006-4683-0773>, SPIN-Code: 3608-6122, AuthorID RSCI: 360468.

Для цитирования

Кулижская Ж.С. Слияние со СПАС-компанией вместо IPO как инструмент повышения стоимости компании при реализации инвестиционных проектов / Ж.С. Кулижская. — DOI 10.17150/2411-6262.2023.14(3).845-858. — EDN [CNKGQO](#) // Baikal Research Journal. — 2023. — Т. 14, № 3. — С. 845–858.

For Citation

Kulizhskaya Zh.S. Merging with a SPAC Company Instead of an IPO as a Tool to Increase the Company's Value When Implementing Investment Projects. *Baikal Research Journal*, 2023, vol. 14, no. 3, pp. 845–858. (In Russian). EDN: [CNKGQO](#). DOI: 10.17150/2411-6262.2023.14(3).845-858.