

РОССИЙСКОЕ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВО
Том 18 • Номер 7 • апрель 2017
ISSN 1994-6937
Russian Journal of Entrepreneurship
издательство Креативная экономика

Мезонинное финансирование как источник финансирования на современном этапе развития предпринимательской деятельности в Российской Федерации

Пыркова Г.Х. [1]

[1] Казанский федеральный университет, Институт управления, экономики и финансов

АННОТАЦИЯ:

В связи с нестабильной ситуацией в экономике РФ предприятия вынуждены искать новые альтернативные источники финансирования. В статье проведен анализ различных источников финансирования инвестиционных проектов по различным критериям. Мезонинное финансирование занимает промежуточное место между долевым и долговым финансированием и рассматривается как смешанный (гибридный) инструмент финансирования проекта. Представлен возможный характер участия коммерческого банка в мезонинном финансировании. Также в работе присутствует описание российского опыта осуществления сделок мезонинного финансирования.

Исследование выполнено при финансовой поддержке РФФИ в рамках научного проекта №16-29-12965.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: финансовые инструменты, мезонинное финансирование, банковский кредит, прямые инвестиции.

Mezzanine financing as a source of financing at the current stage of development of the entrepreneurial activity in the Russian Federation

Pyrkova G.Kh.[1]

[1] Kazan Federal University, Institute of Management, Economics and Finance

Введение

В условиях нестабильной экономической ситуации перед менеджментом многих предприятий в процессе построения эффективной финансовой стратегии возникает проблема поиска надежных новых способов привлечения денежных средств. В настоящее время существует множество различных инновационных финансовых инструментов, работающих в самых разных отраслях [5] *(Charaeva M.V., 2015)*.

Одним из перспективных инструментов инвестирования, способным решить проблему привлечения финансовых ресурсов, может стать мезонинное финансирование.

Особенности осуществления мезонинного финансирования в РФ

Если для получения банковского кредита предприятию-заемщику не хватает обеспечения или же банк консервативно оценивает денежные потоки организации, а привлечение прямых инвестиций уже нецелесообразно для предприятия, то оптимальным вариантом является мезонинное финансирование (*табл. 1*).

Как видно из *таблицы 1,* в настоящее время в РФ при мезонинном финансировании обслуживание долга происходит практически по текущим ставкам коммерческих банков. Доходность рассматриваемого вида финансирования колеблется в районе 20–30%, дополнительная доходность достигается за счет участия в капитале компании и опционов. Обеспечением сделки выступают акции компании. Привлекательным при осуществлении мезонинного финансирования также является невысокая доля объема собственных средств по сравнению с долговым.

На *рисунке 1* можно увидеть соотношение риска и доходности по рассматриваемым формам финансирования [7].

Таким образом, имея более гибкие по сравнению с другими источниками финансирования условия погашения, выплаты процентов, обеспечения и стратегий выхода на рынок, мезонинное финансирование имеет уровень риска и дохода выше, чем у обычного долгового финансирования, но ниже, чем у прямых инвестиций. Следовательно, данный вид финансирования представляет интерес для инвесторов, которым не нужна высокая доходность, но они готовы к более высокому уровню риска, чем при вложении денежных средств на депозит в коммерческом банке.

Рассмотрим подробнее понятие «мезонинное финансирование».

Слово «мезонин» происходит от итальянского *mezzanine* – «средний, промежуточный» и означает надстройку над средней частью жилого дома [2] *(Lure V., Melikhov V., 2013).*

ABSTRACT:

Enterprises are forced to search for new alternative sources of financing because of the unstable situation in the Russian economy. The article analyses different sources of financing of investment projects taking into account various criteria. Mezzanine financing holds an intermediate place between participation and debt financing and is considered as a hybrid project financing tool. We present a possible nature of participation of a commercial bank in mezzanine financing. We also describe Russian experience in mezzanine financing transactions.

KEYWORDS: financial tools, mezzanine financing, loan, direct investments.

Received: 01.04.2017 / Published: 16.04.2017

© Author(s) / Publication: CREATIVE ECONOMY Publishers
For correspondence: Pyrkova G.Kh. (guzel831@mail.ru)

CITATION:

Pyrkova G.Kh. (2017) Mezoninnoe finansirovanie kak istochnik finansirovaniya na sovremennom etape razvitiya predprinimatelskoy deyatelnosti v Rossiyskoy Federatsii [Mezzanine financing as a source of financing at the current stage of development of the entrepreneurial activity in the Russian Federation]. Rossiyskoe predprinimatelstvo. 18. (7). – 1151-1158. doi: 10.18334/rp.18.7.37735

Таблица 1

Характеристики финансовых инструментов

Критерий	Банковский кредит	Мезонинное финансирование	Прямые инвестиции
Текущая ставка в рублях	12–22%	14–20%	–
Доходность	12–22%	20–30%	30–45%
Сроки погашения	3–15лет	3–5лет	–
Доля собственных средств, инвестированных в проект	25–35%	10–15%	100%
Обеспечение	Активы с дисконтом 30–40%	Акции компании	–
Участие в деятельности	Косвенное	Косвенное	Прямое
База принятия решения	Способность обслуживать долг	Способность обслуживать долг и перспективы роста	Очевидные перспективы роста
Стратегия выхода	Погашение кредита	- Продажа стратегическому инвестору, - Продажа PE фонда, - IPO, -Продажа собственникам, -Исполнение опционов пут/колл и исполнение договоров репо	

Источник: составлено автором [6, 7].

Понятие мезонинного финансирования существует уже более 30 лет, но в России оно считается относительно новым. В 1980-х гг. в США в мезонинном кредитовании принимали участие страховые компании, кредитные и сберегательные сообщества. Ситуация изменилась к 1990-м гг., когда на первое место вышли компании с ограниченной ответственностью (LP). В Европе долгое время 20% девелоперских проектов осуществляется с использованием мезонинного финансирования. В 2008–2009 гг. цели привлечения мезонинного финансирования изменились. Его стали использовать для сделок по приобретению компаний с кредитным плечом (LBO) [11] *(Robinson A.D.)*.

ОБ АВТОРЕ:

Пыркова Гузель Харисовна, старший преподаватель кафедры ценных бумаг, биржевого дела и страхования (guzel831@mail.ru)

ЦИТИРОВАТЬ СТАТЬЮ:

Пыркова Г.Х. Мезонинное финансирование как источник финансирования на современном этапе развития предпринимательской деятельности в Российской Федерации // Российское предпринимательство. – 2017. – Том 18. – № 7. – С. 1151-1158. doi: 10.18334/rp.18.7.37735

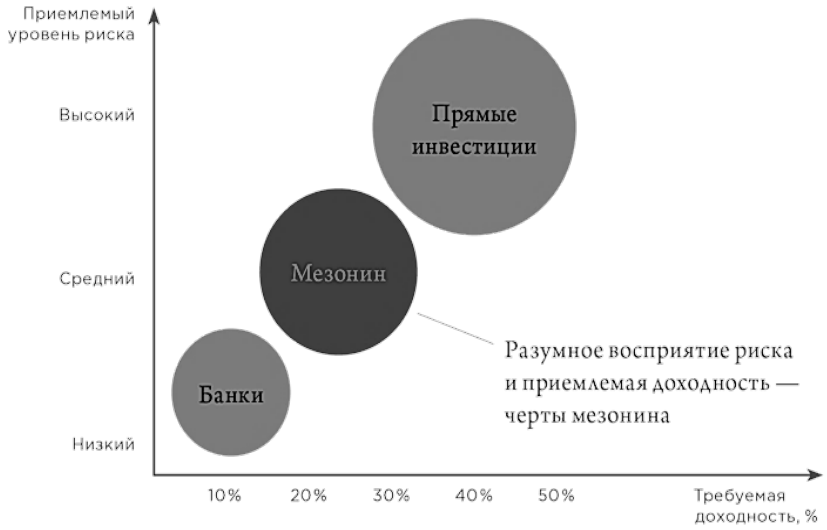


Рисунок 1. Риск и доходность при различных формах финансирования
Источник: собственная разработка автора.

Данный вид финансирования представляет собой способ финансирования (финансового обеспечения) проектов, при котором инвестор предоставляет заемщику средства в виде долгового финансирования с одновременным приобретением опциона на приобретение акций заемщика или специального проектного предприятия (SPV) в будущем по определенной цене и при наступлении определенных условий. Таким образом, мезонинное финансирование, занимая промежуточное место между долевым и долговым финансированием, рассматривается как смешанный (гибридный) инструмент финансирования проекта.

Здесь необходимо отметить, что банк, участвующий в финансировании инвестиционной сделки, может выступить:

- инвестором, т.е. приобрести пакет акций заемщика (предоставить долевое финансирование) и получить, в силу этого, право контроля над деятельностью предприятия и право на получение дохода в форме доли в прибыли от проекта, размер которого заранее не определен и будет зависеть от результатов деятельности предприятия и эффективности проекта в будущем. При этом требования банка-инвестора обеспечены всем имуществом предприятия, но в случае банкротства предприятия будут удовлетворяться в последнюю очередь, после других кредиторов;
- кредитором, т.е. предоставить заемщику долговое финансирование в форме, например, долгосрочного кредита или выступить покупателем облигаций заемщика. Банк-кредитор не приобретает право контроля над деятельностью предприятия (кроме прав, вытекающих из содержания кредитного договора или проспекта эмиссии

облигаций), но получает регулярный процентный доход, размер которого может корректироваться в зависимости от рыночной ситуации. Требования банка-кредитора, как правило, обеспечены залогом имущества предприятия-заемщика и при банкротстве заемщика будут удовлетворены в первую очередь, по сравнению с инвесторами.

Участие в капитале предприятия требует от банка соответствующего отвлечения части собственного капитала (в силу действия норматива Н12), что в условиях неопределенности будущей эффективности проекта выдвигает на первый план вопрос об экономической целесообразности подобных капитальных затрат. Решения об участии банка в капитале других предприятий всегда отличаются консерватизмом еще и в силу специфики процедур выхода банка из проекта, поскольку возможность реализации принадлежащих банку акций обусловлена наличием развитого вторичного рынка финансовых инструментов.

Участие банка в финансировании проекта посредством инвестиционного кредита представляет собой «стандартную» банковскую операцию, основанную на умении банка адекватно оценивать финансовое положение заемщика и страховать имеющиеся риски. В тоже время срок участия банка в сделке ограничен сроком кредитования, а в случае успешности проекта возможность продолжения кредитования заемщика будет означать потерю части доходности.

Все негативные последствия, присущие участию банка в капитале и инвестиционному кредитованию, могут быть устранены с помощью мезонинного финансирования. В этом случае банк совмещает в одном лице роль и кредитора, и инвестора. На первом этапе мезонинного финансирования, предоставляя заемщику кредит, банк получает возможность использовать «стандартные» механизмы оценки риска кредитования, а учитывая, что этот способ финансирования особенно выгоден заемщику и, как правило, им инициируется, то и обеспечить повышенную, по сравнению с обычным кредитованием, доходность от своих инвестиций. Мезонинное финансирование часто рассматривается как один из инструментов финансирования собственных инвестиционных проектов предприятиями. К нему часто прибегают компании, имеющие недостаток собственных средств, которые являются необходимым условием для получения традиционных банковских продуктов.

По окончании срока кредитования банк в зависимости от перспектив функционирования предприятия-заемщика и эффективности проекта принимает одно из двух возможных решений: продолжить свое участие в проекте и, воспользовавшись опционом на покупку акций предприятия, сменить статус кредитора на статус инвестора, или, в случае бесперспективности проекта, покинуть его [1].

По отношению к банку-поставщику мезонина, преимущества мезонинного финансирования связывается и со способностью этого инструмента снизить риски кредитора. С точки зрения законодательства происходит это главным образом за счет того, что мезонинный долг является более старшим по отношению к акционерному капиталу, но более младшим (субординированным) по отношению к традиционному дол-

говому финансированию. Другими словами, порядок погашения таких обязательств при банкротстве предприятия-заемщика будет следующим: долговое финансирование, затем мезонинный долг и, в последнюю очередь, требования акционеров. Таким образом, младший кредитор берет на себя часть рисков акционера, но при этом сохраняет возможность получить повышенную прибыль, поскольку до последнего момента будет иметь возможность выбора: реализовать свой опцион или нет.

В России первое упоминание об этом инструменте было 10 лет назад. В марте 2007 года калининградский ритейлер «Вестер» подписал кредитное соглашение со Сбербанком РФ на сумму 300 млн долл. США, предусматривающее, что в течение четырех лет банк сможет приобрести до 10% акций предприятия. Мезонинная сделка была завершена ранее установленного срока, и в мае 2010 года дочерняя компания Сбербанка РФ – Сбербанк Капитал – конвертировала долги ритейлера Сбербанку в контрольный пакет акций с правом обратного выкупа в 2013 году [12].

Первый фонд мезонинного финансирования в России был создан компанией New Russia Growth в 2009 г., его инвесторами стали частные и институциональные инвесторы, в том числе банки ЕБРР и «Номос-Банк» [9].

В настоящее время существует достаточное количество действующих фондов, предлагающих услуги по мезонинному финансированию.

Фонд Hi Capital с 2011 года профинансировал 18 проектов на общую сумму более 1 млрд долларов США [7]. Приоритетными при финансировании являются проекты, не кредитуемые коммерческими банками, такие как сделки по слиянию и поглощению компаний, сделки по масштабированию бизнеса. Размеры сделок фонда составляют от 15 до 200 млн долларов и не имеют ограничений по отраслям. Приоритетными проектами являются проекты, связанные с покупкой компаний-конкурентов, выкупом акций у акционеров и модернизацией производства. Срок погашения долга составляет 5–7 лет. Такие сделки исчисляются миллиардами долларов [8]. Наиболее известными сделками фонда являются инвестиции в Агрохолдинг, сделка с сетью «Аптека 36,6» и региональным продавцом товаров «Бегемот».

Другим инвестором, осуществляющим мезонинное финансирование, является Sberbank CIB, включающий в себя департамент собственных инвестиций Merchant Banking. SMB предоставляет финансирование компаниям только в случае, если основным кредитором компании, кредитующим ее финансовые потоки и залоги, является Сбербанк. Объемы сделок при мезонине в SMB начинаются от 30 млн долларов, а срок кредитования составляет 3–5 лет. Целевыми заемщиками SMB являются отрасли, связанные с внутренним спросом: сектор коммерческой недвижимости, торговли, производства товаров и услуг [10].

Достаточно новым является Фонд Мезонинного финансирования, который появился в 2013 году путем отделения части команды фонда Hi Capital [6]. Основными требованиями фонда при осуществлении финансирования являются:

1. Оборот предприятия не менее 300 млн рублей в год.
2. Доля государственных заказов в портфеле компании не более 15%.

3. Срок использования денежных средств от 3 до 5 лет.

4. Наличие уникального торгового предложения УТП и сформированной стратегии развития.

5. Отношение долга компании к EBITDA не менее 5.

Заключение

В результате проведенного сравнительного анализа в статье таких источников финансирования предпринимательской деятельности, как банковский кредит, мезонинное финансирование и осуществление прямых инвестиций были выделены отличительные черты мезонинного финансирования по ключевым показателям. Это позволяет сделать следующие *выводы:*

- во-первых, мезонинное финансирование следует рассматривать как альтернативный способ привлечения финансовых ресурсов для крупных и средних предприятий;
- во-вторых, данный вид финансирования представляет интерес для инвесторов, которым не нужна высокая доходность, но они готовы к более высокому уровню риска, чем при вложении денежных средств на депозит в коммерческом банке.

Мезонинный капитал может широко использоваться на разных стадиях развития бизнеса, начиная с начального этапа реализации инвестиционного проекта и заканчивая последней стадией развития бизнеса, когда компания еще генерирует положительный денежный поток для того, чтобы выплатить проценты инвестору [3] *(Ovanesova Yu.S., 2015)*.

Можно выделить такие *преимущества* мезонинного финансирования, как отсутствие залога в виде активов предприятия, снижение риска кредиторов, косвенное участие инвестора в операционной деятельности организации и возможность дальнейшего выкупа доли компании у фонда. Использование данного источника финансирования напрямую зависит от улучшения инвестиционного климата в стране, снижения процентных ставок по кредитам и займам.

ИСТОЧНИКИ:

1. Актуальные проблемы социально-экономического развития предприятий, отраслей, комплексов. / монография. Кн. 2 / отв. ред. А.Я. Максимов. - Красноярск: Научно-инновационный центр, 2011. – 214-228 с.
2. Лурье В., Мелихов В. Мезонинное финансирование: международный опыт и российская практика // Terra. – 2013. – № 4(4). – p. 30-35. – url: http://terraexterna.ru//content/mezoninnoe-finansirovanie-mezhdunarodnyy-opyt-i-rossiyskaya-praktika.html.

3. Ованесова Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России // Управленческий учет и финансы. – 2015. – № 4. – с. 282-294.
4. Петрикова Е.М Мезонинный кредит как альтернатива проектного финансирования инвестиционных проектов // Финансы и кредит. – 2013. – № 28(256). – с. 39-47.
5. Чараева М.В. Исследование стратегических направлений инвестиционной деятельности российских предприятий // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2015. – № 36(270). – с. 2-10.
6. Фонд мезонинного финансирования. [Электронный ресурс]. URL: http://www.fmf-capital.com.
7. Hi capital. [Электронный ресурс]. URL: http://hicapital.ru/investors.
8. Aris B.(2013). «Mezzanine finance appears in Russia». Business New Europe, May
9. New Russia Growth. [Электронный ресурс]. URL: http://www.nrgc.com.
10. Sberbank CIB. [Электронный ресурс]. URL: https://www.sberbank-cib.ru/rus.
11. Robinson A.D. Mezzanine Finance: Overview. Practical law. [Электронный ресурс]. URL: http://us.practicallaw.com/2-502-3062.
12. IBK.ru. [Электронный ресурс]. URL: http://ibk.ru/59513.html.

REFERENCES:

Aktualnye problemy sotsialno-ekonomicheskogo razvitiya predpriyatiy, otrasley, kompleksov [Current problems of socio-economic development of enterprises, industries and complexes] (2011). Krasnoyarsk: Nauchno-innovatsionnyy tsentr. (in Russian).

Charaeva M.V. (2015). Issledovanie strategicheskikh napravleniy investitsionnoy deyatelnosti rossiyskikh predpriyatiy [A research into strategic areas of investing activity of the Russian entities]. Finansovaya analitika: problemy i resheniya. (36(270)). 2-10. (in Russian).

Hi capital. Retrieved from http://hicapital.ru/investors

IBK.ru. Retrieved from http://ibk.ru/59513.html

Lure V., Melikhov V. (2013). Мезонинное финансирование: международный опыт и российская практикаTerra. (4(4)). 30-35.

New Russia Growth. Retrieved from http://www.nrgc.com

Ovanesova Yu.S. (2015). Mezoninnoe finansirovanie kak novoe napravlenie dlya Rossii [Mezzanine financing as a new direction for Russia]. Upravlencheskiy uchet i finansy. (4). 282-294. (in Russian).

Petrikova E.M (2013). Mezoninnyy kredit kak alternativa proektnogo finansirovaniya investitsionnyh proektov [Mezzanine loan as an alternative to project financing of investment projects]. Finansy i kredit. (28(256)). 39-47. (in Russian).

Robinson A.D. Mezzanine Finance: OverviewPractical law. Retrieved from http://us.practicallaw.com/2-502-3062

Sberbank CIB. Retrieved from https://www.sberbank-cib.ru/rus