

УДК 336.64

СУЩНОСТЬ И ОСОБЕННОСТИ МЕЗОНИННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Морозова В.А.

магистрант,

Санкт-Петербургский государственный экономический университет,

Санкт-Петербург, Россия

Аннотация: Мезонинное финансирование представляет собой гибридный финансовый инструмент, который имеет характеристики как собственного, так и заемного капитала. В статье рассмотрены его основные особенности, преимущества, недостатки, цели привлечения и условия применения в России.

Ключевые слова: мезонинное финансирование, мезонинный кредит, инвестиции, субординированный долг, финансовые инструменты.

THE ESSENCE AND FEATURES OF MEZZANINE FINANCING

Morozova V.A.

master's degree student,

Saint Petersburg State University of Economics,

Saint-Petersburg, Russia

Abstract: Mezzanine financing is a hybrid financial instrument that has the characteristics of both debt and equity. The article considers the main features, advantages, disadvantages, goals of attraction and conditions of application of mezzanine financing in Russia.

Keywords: mezzanine financing, mezzanine debt, investments, subordinated debt, financial instruments.

В условиях нестабильной макроэкономической обстановки, когда банковский сектор ужесточает условия предоставления кредита, а привлечение

дополнительного собственного капитала недоступно, неизбежным становится поиск альтернативных источников финансирования. Одним из таких источников является мезонинное финансирование, получившее распространение на Западе с конца 70-начала 80-х годов прошлого века. В России мезонинное финансирование было введено с 2000-х годов, и интерес со стороны инвесторов и компаний к данному гибриднему финансовому инструменту продолжает расти по настоящее время.

Само по себе слово «мезонин» происходит от итальянского *mezzanino* – «промежуточный», восходящего к греческому «μέσος» – «средний». Мезонинное финансирование получило такое название, потому что в структуре капитала компании оно занимает промежуточное положение между собственным и заемным капиталом и имеет черты как долгового финансирования, так и прямых инвестиций. В общем виде мезонинное финансирование представляет собой гибрид долгового и долевого финансирования, при котором инвестор предоставляет финансовые ресурсы для компании через долговые обязательства с одновременным приобретением опциона с правом приобретения акций компании-заемщика в будущем при наступлении определенных условий, прописанных в договоре [5]. Иными словами, инвестор, который в случае сделки мезонинного финансирования одновременно является и кредитором, предоставляет компании кредитную линию с одновременным приобретением опциона на приобретение ее акций в будущем по определенной цене. Таким образом, мезонинное финансирование представляет собой форму финансирования под залог ценных бумаг компании-заемщика. Данный вид финансирования не обеспечен твердыми активами и основан на способности компании погашать мезонинный долг за счет свободного денежного потока.

По первоочередности удовлетворения требований мезонинный долг находится ниже по рангу, чем старший долг и обеспеченные кредиты, и выше по рангу, чем собственный капитал, и может принимать форму конвертируемого долга, субординированных кредитов и финансирования под

выпуск частных «мезонинных» ценных бумаг (варрантов или привилегированных акций компании) [12]. Инструменты мезонинного финансирования могут иметь различный уровень риска и доходности (рис. 1).

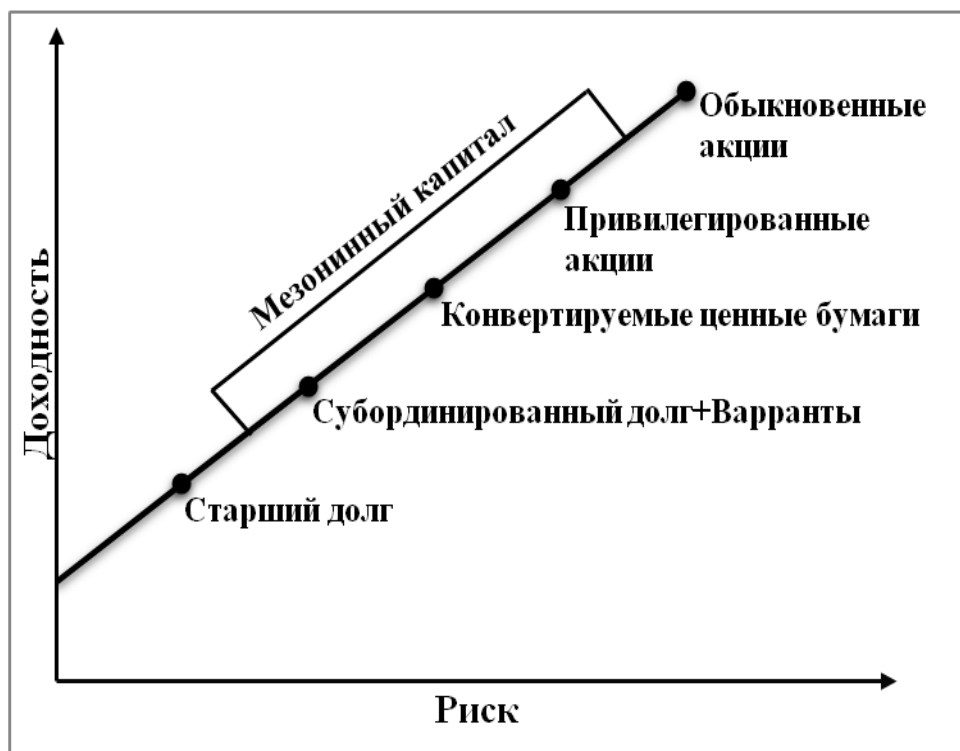


Рис. 1. Соотношение риска и доходности финансовых инструментов
Все мезонинные инструменты обладают следующими особенностями:

1. Субординация по отношению к старшим кредиторам;
2. Приоритет над собственным капиталом;
3. Не требуют твердого залога или гарантии;
4. Более высокая стоимость по сравнению с банковским кредитованием;
5. Низкая ликвидность;
6. Долгосрочный характер и ограничение по времени.

Мезонинное финансирование позволяет найти оптимальный уровень соотношения риска и целевой доходности для инвестора и кредитора. Поскольку мезонинные обязательства обычно имеют график возмещения и более высокий приоритет, чем выплаты акционерам, риски инвестора при мезонинном финансировании ниже рисков при прямых инвестициях, но выше рисков обеспеченных долговых обязательств. В то же время мезонинное

финансирование позволяет инвестору получить более высокую по сравнению с банковским кредитованием доходность, которая, однако, ниже доходности прямых инвестиций – так, к примеру, целевая доходность в России по банковскому кредитованию составляет 16-22%, по мезонинному финансированию – 20-30%, по прямым инвестициям – 30-45% [7].

Таблица 1 – Сравнение банковского кредитования, мезонинного финансирования и прямых инвестиций.

Показатель	Банковский кредит	Мезонинный капитал	Прямые инвестиции
Экономический смысл	Задолженность	Капитал	Капитал
Юридический смысл	Задолженность	Задолженность	Капитал
Текущая ставка	16-22 %	15-20 %	—
Целевая доходность	16-22 %	20-30 %	30-45 %
Обеспечение	Есть (активы)	Есть (акции компании или акции SPV)	Нет
Участие в деятельности	Нет прямого участия	Нет прямого участия	Прямое
Срок финансирования	1-5 лет	3-5 лет	5-7 лет
Эффект налогового щита	Есть	Есть	Нет

Источники: Фонд мезонинного финансирования. Credit Suisse Economic Research

Целью мезонинного инвестора является не владение компанией, а получение искомого уровня доходности от мезонинных инвестиций. При этом доход мезонинного инвестора может складываться из нескольких составляющих:

1. проценты за кредит – периодической (ежемесячной, ежеквартальной или ежегодной) выплаты наличных денежных средств на основе процентов от непогашенного остатка мезонинного долга, при этом процентная ставка может быть фиксированной или плавающей;

2. роялти – переменные выплаты процентов от выручки, EBITDA или прибыли компании-заемщика.
3. отложенного процента, который выплачивается по истечению срока действия мезонинного кредита или позже, капитализируется раз в год и представляет собой периодическую форму выплаты процентов за счет увеличения основного долга;
4. доход от реализации инвестором опционов или warrants компании-заемщика.

Интерес для мезонинных инвесторов представляют компании со стабильным и прогнозируемым денежным потоком, занимающие устойчивую рыночную позицию, имеющие стратегию развития и конкурентное преимущество. Как уже было сказано выше, мезонинное финансирование является более рискованным, чем банковское кредитование, поскольку предоставляется без залога или гарантии, поэтому кредиторы более осмотрительны в выборе заемщиков. Для получения мезонинного финансирования необходимо, чтобы у компании был высокий потенциал роста, прозрачный учет, высокие показатели рентабельности и высокая отдача от инвестированного капитала. Жесткие требования, предъявляемые к компании-заемщику, а также более высокая стоимость и сложность оформления сделки в сравнении с банковским кредитованием являются основными недостатками мезонинного финансирования.

Тем не менее, несмотря на недостатки, привлечение мезонинного финансирования несет ряд преимуществ для компании-заемщика. В первую очередь стоит отметить возможность получения дополнительных средств, когда лимит банковского кредитования исчерпан, а финансирование за счет долевых инструментов непривлекательно по причине их дороговизны или нежелания собственников размывания долей в акционерном капитале. К тому же, в условиях нестабильности макроэкономической обстановки и усиления государственного регулирования финансового сектора, банки становятся более консервативными в предоставлении кредита и ужесточают требования к

заемщикам. Стоит отметить, что финансовые требования кредиторов при мезонинном финансировании по одному из основных показателей долговой нагрузки компании Debt/EBITDA в 1,5-2 раза ниже, чем в при банковском кредитовании (так, при банковском кредитовании значение данного показателя должно быть равно 2,0-2,5, а при мезонинном – 4,0). К прочим достоинствам мезонинного финансирования для компании-заемщика также стоит отнести меньшее размытие акционерного капитала, повышение кредитного рейтинга за счет увеличения объема собственного капитала, улучшение кредитоспособности компании, оптимизацию структуры капитала посредством нахождения оптимального уровня финансового риска и величины WACC, а также возможность экономии на налоговых выплатах за счет процентов по мезонинным обязательствам, т.е. эффект налогового щита.

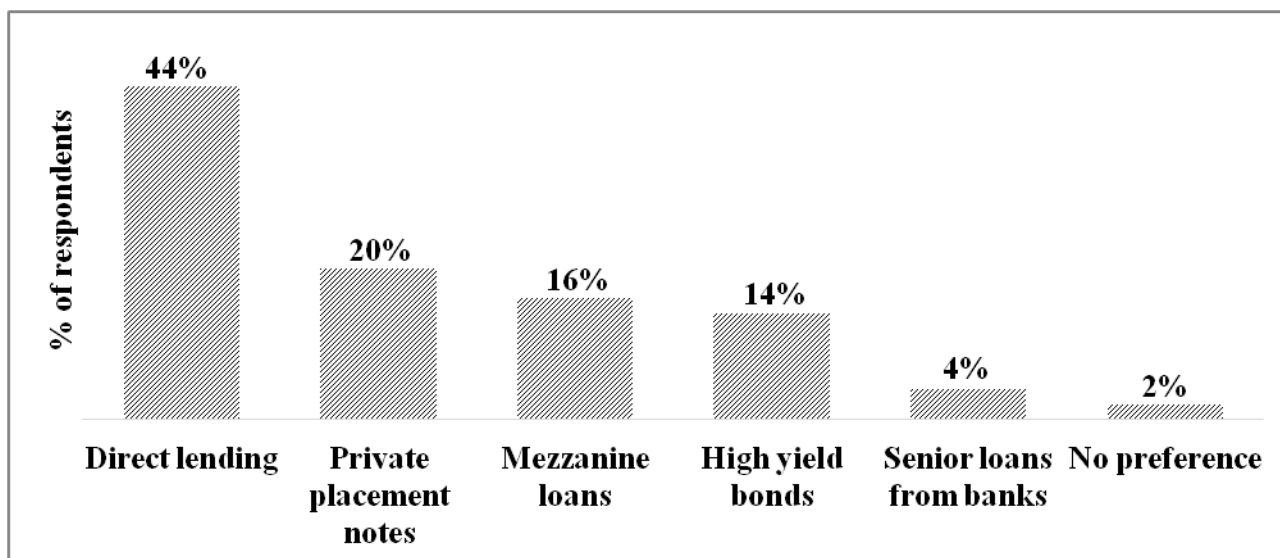
Привлекая мезонинное финансирование, компания может ставить перед собой различные цели. Во-первых, данный вид финансирования позволяет заполнить финансовый разрыв во времени при выводе закрытой компании на IPO [6]. В таком случае мезонинная сделка может проводиться с использованием привилегированных акций, которые в случае успешного проведения IPO конвертируются в обыкновенные акции, или субординированного кредита. Во-вторых, оно может использоваться для финансирования приобретений, рекапитализации или расширения производства, однако, стоит отметить, что мезонинные финансовые инструменты не используются для финансирования текущей операционной деятельности. В-третьих, его также применяют для финансирования сделок LBO и MBO, при слияниях и поглощениях, при оптимизации структуры капитала или при проектном и ломбардном финансировании.

На Западе в качестве мезонинных инвесторов выступают хедж-фонды, пенсионные фонды, фонды прямых инвестиций, страховые компании и банки [1]. В России наибольшую активность в сфере мезонинных инвестиций проявляют крупные банки, а также ряд инвестиционных фондов:

1. Инвестиционный фонд Hi Capital, образованный в 2011 году. На текущий момент реализовано 18 сделок мезонинного финансирования на общую сумму более 1 млрд. долл. с целевой доходностью 20-25% [8].
2. Фонд Мезонинного Финансирования (ФМФ), который предоставляет мезонинные кредиты средним и крупным компаниям. Для получения мезонинного кредита в ФМФ установлены следующие требования: оборот компании более 300 млн. руб. в год; значение Debt/ЕВITDA меньше 5,0; доля государственных заказов в портфеле компании не более 15%; наличие стратегии развития. Финансирование предоставляется на срок 3-5 лет, размер сделок составляет 100 – 1000 млн. руб., доходность проектов – не менее 30% IRR [7].
3. Фонд Volga River Growth, предоставивший три мезонинных кредита следующим компаниям: производителю тепловой техники Атон, продуктовой сети Росинка и банку Совкомбанк [10].
4. Корпоративно-инвестиционный бизнес Сбербанка Sberbank CIB, также предлагающий мезонинное финансирование. Так, к примеру, в 2012 году он предоставил инвестиционной компании O1 Properties мезонинное финансирование, инвестировав 100 млн. долл. в покупку 33% привилегированных конвертируемых акций в проектной компании, владеющей бизнес-центром «Белая площадь» [4].

Мезонинное финансирование появилось в конце 70-х года XX века в США и стало альтернативой традиционному банковскому кредитованию. К концу 80-х мезонинный капитал начали использовать и в странах Западной Европы. С момента своего возникновения по настоящее время зарубежный рынок мезонинного финансирования сильно преуспел в своем развитии – так, к примеру, в США на его долю приходится порядка 20% всех инвестиций. В европейском отчете European Distressed Debt Market Outlook 2017 [9]

приведены результаты опроса 80 менеджеров инвестиционных фондов и 50 частных инвесторов Европы о варианте наиболее вероятного источника финансирования компаний в Европе и за ее пределами. По результатам опроса, мезонинное финансирование оказалось на третьем месте (16%), что указывает на то, что данный финансовый инструмент достаточно перспективен и привлекателен как источник финансирования.



Источник: European Distressed Debt Market Outlook 2017

Рис. 2. Результаты опроса 80 менеджеров инвестиционных фондов и 50 частных инвесторов Европы о варианте наиболее вероятного источника финансирования компаний на 2017 год.

В России мезонинное финансирование не получило такого широкого распространения, как на Западе. Основной причиной этого является слабая развитость российского финансово рынка. Так, по данным Отчета о глобальной конкурентоспособности за 2015–2016 годы по показателю «развитие финансового рынка» Россия занимает 95 место из 140 возможных и существенно отстает от ведущих стран «Группы двадцати» [3]. Российский финансовый рынок находится в процессе становления и развития, и неудивительно, что такой гибридный финансовый инструмент, как мезонинное финансирование, начал развиваться в нашей стране только в последние годы.

Еще одним фактором, тормозящим развитие мезонинного финансирования в России, является особенность российской правовой системы

и возникающие по этой причине трудности с оформлением мезонинных сделок. Российское законодательство делает невозможным субординацию кредитов для компаний, что ведет к необходимости использования зарубежной компании, которая получает мезонинное финансирование, а затем предоставляет его российской компании [1]. Обычно SPV создается в стране англо-американского права, а инвестор приобретает акции такого SPV по номинальной стоимости. В этом случае банк может выдавать кредит либо SPV, либо непосредственно российской компании. Варианты и соглашения с акционерами в отношении SPV подчиняются английскому законодательству, которое позволяет надежно формализовать и внедрить подходы к организации мезонинных кредитов, которые на протяжении десятилетий использовались на Западе, но недоступны в российской правовой системе [11].

Тем не менее, несмотря на сложности с привлечением, интерес к мезонинному капиталу в России растет в последние годы. В связи с валютно-финансовым кризисом, повышением ставок кредитного рынка и ужесточением условий предоставления банковского кредита компании вынуждены искать альтернативные источники финансирования и знакомиться с инновационными финансовыми инструментами в корпоративных финансах. Мезонинное финансирование, обладающее немалым числом преимуществ как для инвестора, так и для кредитора, в существующих условиях является одним из наиболее привлекательных финансовых инструментов, что позволяет с оптимизмом смотреть на перспективы его развития в России.

Библиографический список:

1. Лурье В., Мелихов Е. Мезонинное финансирование: международный опыт и российская практика //Слияния & Поглощения. – 2013. – №. 4. – С. 30-35 [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <http://terraexterna.ru/blog/mezoninnoe-finansirovanie-za-rubezhom-i-v-rossii.html>
2. Ованесова Ю. С. Мезонинное финансирование как новое направление для России //Управленческий учет и финансы. – 2015. – Т. 4. – С. 260-272

- [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/folder/c4yy93ak7i/direct/166902606>
3. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2016 - 2018 годов [Электронный ресурс]. – Режим доступа – https://www.cbr.ru/finmarkets/files/development/onrfr_2016-18.pdf
 4. Официальный портал Сбербанка [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <http://www.sberbank.ru>
 5. Соловьев А. А. Мезонинное финансирование как перспективный инструмент инвестирования //Финансы и кредит. – 2011. – №. 47 (479) [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <https://cyberleninka.ru/article/n/mezoninnoe-finansirovanie-kak-perspektivnyy-instrument-investirovaniya>
 6. Фабочки Ф. Финансовые инструменты (The Handbook of Financial Instruments) //Пер. Е. Вострикова, Д. Ковалевский, М. Орлов-М.: Изд-во: Эксмо серия: Финансовая энциклопедия. – 2010.
 7. Фонд мезонинного финансирования [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <http://www.fmf-capital.com/>
 8. Фонд Hi Capital [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <http://www.hicapital.ru/>
 9. European Distressed Debt Market Outlook 2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <http://s3.amazonaws.com/cdn.orricks.com/files/dw-distressed-debt-2017-final-lr.pdf>
 10. NRG – New Russian Growth [Электронный ресурс]. – Режим доступа – <http://www.nrgc.com/ru/>
 11. Sazonov S. P. et al. ALTERNATIVE SOURCES OF BUSINESS DEVELOPMENT: MEZZANINE FINANCING //Scientific Papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics & Administration. – 2016. – Т. 23. – №. 37.
 12. Silbernagel C., Vaitkunas D. Mezzanine finance //Bond Capital. – 2012. – С. 1-7 [Электронный ресурс]. – Режим доступа – http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/Mezzanine_Finance_Explained.pdf.