

УДК 336.64

***МЕЗОНИННОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ КАК АЛЬТЕРНАТИВНЫЙ
ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ СДЕЛОК СЛИЯНИЙ И
ПОГЛОЩЕНИЙ***

Гаиров Г.С.¹

магистрант 1 курса,

ФГБОУ ВО Финансовый университет при Правительстве РФ

Москва, Россия

Аннотация

В статье в качестве альтернативного источника финансирования сделок слияний и поглощений рассмотрен один из современных инструментов метода гибридного финансирования – мезонинное финансирование, позволяющее решать задачу оптимизации структуры источников финансирования в сделках М&А. Рассмотрены сущность, цели и особенности привлечения мезонинного финансирования, условия его применения в России, приведены его преимущества и недостатки.

Ключевые слова: слияния и поглощения, гибридное финансирование, мезонинное финансирование, мезонинный долг, мезонинный кредит.

***MEZZANINE FINANCING AS AN ALTERNATIVE SOURCE OF FINANCING
OF MERGERS AND ACQUISITIONS***

Gaibov G.S.

1st year master's student

Financial University under the Government of the Russian Federation

Moscow, Russia

¹ *Научный руководитель: Глисин А.Ф., к.э.н., доцент Департамента корпоративных финансов и корпоративного управления, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия*

Abstract

The article, as an alternative source of financing for mergers and acquisitions, considers one of the modern tools of the hybrid financing method – mezzanine financing, which allows solving the problem of optimizing the structure of financing sources in M&A transactions. The essence, goals and features of attracting mezzanine financing, the conditions for its use in Russia, its advantages and disadvantages are considered.

Keywords: mergers and acquisitions, M&A, hybrid financing, mezzanine financing, mezzanine debt, mezzanine credit.

В современных условиях на мировом финансовом рынке сделки слияний и поглощений (mergers&acquisitions, M&A) являются эффективным инструментом динамичного развития быстрорастущих компаний. Данные сделки выступают действенным инструментом реализации стратегии по расширению современного бизнеса, диверсификации деятельности, повышению качества управления, повышению показателя доходности, уровня конкурентоспособности и возможной минимизации налогового бремени и получения налоговых льгот [3]. В свою очередь, для совершения сделок слияний и поглощений, которые можно отнести к категории долгосрочных инвестиционных проектов, требуется крупное финансирование, организация которого является приоритетной задачей в ходе реализации таких проектов.

Финансирование сделки M&A предполагает обеспечение приобретающей компании необходимыми финансовыми ресурсами для приобретения целевой компании. Для целей минимизации рисков сделок M&A проводится их правильное структурирование, суть которого заключается в оценке сделок M&A через юридический, налоговый и финансовый анализ. После анализа рисков приобретаемого актива (этап due diligence), определяется некий диапазон приемлемой цены, на основе которого приобретающая компания

может точно определить необходимый объем финансирования. Понимание требуемого объема финансирования позволяет оптимизировать структуру источников финансирования M&A в целях снижения стоимости инвестированного капитала и сохранения денежных потоков компании на уровне, достаточном для поддержания ее деятельности [1].

В зависимости от источников финансирования выделяют четыре основных метода финансирования сделок M&A: самофинансирование, долговое финансирование (*debt financing*), финансирование путем размещения акций или долевого финансирование (*equity financing*) и смешанное или гибридное финансирование (*hybrid financing*).

Ключевым фактором при выборе метода финансирования являются условия распределения риска в осуществляемой сделке. Если финансирование сделки имеет денежное составляющее, то стоимость сделки M&A зафиксирована относительно всех ее участников. Если сделка оплачивается акциями, цены на которые подвержены постоянным изменениям, и при этом коэффициент обмена акциями не фиксируется, то возникают риски для приобретающей компании: в случае падения стоимости акций после объявления сделки акционеры понесут убытки. При сделках с фиксированным коэффициентом обмена риски несут акционеры приобретаемой компании, которые получают меньшую цену в случае понижения котировок акций приобретающей компании [2].

Метод гибридного финансирования сочетает в себе признаки как финансирования с привлечением заемного капитала, так и с использованием акционерного капитала. Основными инструментами финансирования в рамках гибридного метода являются финансирование путем выпуска привилегированных акций, конвертируемых облигаций, путем использования warrants, получения секьюритизированных кредитов и мезонинного финансирования.

Подробно остановимся на последнем инструменте финансирования сделок M&A в рамках гибридного метода финансирования – мезонинном финансировании, которое широко применяется в западной практике.

В рамках мезонинного финансирования, как правило, предоставляется мезонинный кредит в относительно крупной сумме без обеспечения или имеющий глубокую субординированную структуру обеспечения, при котором кредитор перенимает вторичные права собственности на активы компании. Срок возврата займа обычно превышает пять лет, при котором тело долга погашается в конце срока кредитования. Кредитору выдается отрывной сертификат, который дает ему право на приобретение определенного количества акций или облигаций по заранее указанной цене и в течение определенного срока или аналогичным механизмом, дающим право кредитору в дальнейшем участвовать в успехах проекта [7].

Средства, получаемые от операции мезонинного финансирования, считаются заемным капиталом, при этом обладая чертами собственного. В сделках M&A кредиторы взамен предоставления денежных средств получают варранты – ценные бумаги, дающие держателю право покупать пропорциональное количество акций в течение определенного промежутка времени по цене, низкой по сравнению с рыночной ценой. Впоследствии варранты могут быть конвертированы в акции поглощаемой компании.

Нередко мезонинный долг трактуют как целый механизм, который может принимать форму конвертируемого долга, субординированного кредита или финансирования путем выпуска варрантов и привилегированных акций. Все мезонинные инструменты имеют общие черты строгого подчинения к старшим кредиторам, приоритета над собственным капиталом, отсутствия твердого обеспечения и более высокой стоимости по сравнению с банковским кредитом.

Мезонинное финансирование по соотношению риск-доходность занимает промежуточное положение между банковским кредитованием и прямыми

инвестициями. Так как мезонинное обязательство имеет более высокий приоритет перед выплатой акционерам, следовательно, риск инвестора при мезонинном финансировании ниже риска при прямых инвестициях, но из-за отсутствия недостаточного обеспечения риск выше, чем риск при банковском кредите, выдаваемом под твердое обеспечение. Однако доходность инвестора при мезонинном финансировании выше (20-30%), чем при банковском кредитовании (12-22%), но ниже доходности прямых инвестиций (30-45%) [5].

Видами выплат за мезонинный кредит могут являться:

- периодические выплаты фиксированного или переменного процента за пользование долгом (купонные выплаты по облигациям; отложенный процент, выплачиваемый в конце периода, но капитализирующийся раз в год – payable in kind interest или дивидендные выплаты по привилегированным акциям);
- фиксированные выплаты в виде процента от получаемой выручки, EBITDA или нераспределенной прибыли (participation payout);
- выплаты по опционам и варрантам, позволяющие приобрести инвестору 1-5% доли в компании [5].

На Западе мезонинными инвесторами могут выступать фонды прямых инвестиций, хедж-фонды, страховые компании или инвестиционные банки. В России из фондов мезонинный кредит предлагают инвестиционные фонды Hi Capital и Volga River Growth, а также Фонд Мезонинного Финансирования [5].

Из банков мезонинное финансирование в качестве отдельной услуги предлагают Сбербанк и Альфа-Банк. Сбербанк предоставляет мезонинное финансирование для различных целей, в т.ч. для приобретения бизнеса с участием Сбербанк Инвестиции, преимуществом которого является снижение доли собственных средств. Параметрами предоставляемого продукта является: объем финансирования – от 500 млн. руб., срок – до 10 лет, размер – 50% от общего капитала совместного проекта, инструмент – обыкновенные акции или

доля в совместном предприятии, обеспечение – залог акций совместного предприятия. Механизм выхода заключается в погашении за счет потоков от бизнеса, события ликвидности, погашения за счет реализации отдельных активов или погашения за счет средств партнера. Проценты должны уплачиваться ежеквартально или в конце срока. К заемщику предъявляется требование по показателю DSCR – Debt Service Coverage Ratio (коэффициент покрытия выплат по обслуживанию долга), значение которого должно быть не ниже 1,1 и по показателю LTV/LTC – Lifetime value/Lifetime cost (отношение совокупной прибыли компании, получаемой от одного клиента за все время сотрудничества с ним, на совокупные расходы на этого клиента), значение которого должно составлять менее 85% [8]. Альфа-Банк также предоставляет мезонинный кредит на разные цели, в т.ч. на приобретение других компаний. Преимуществами является гибкий подход, учитывающий интересы и заемщика, и его акционеров, рыночная процентная ставка с дополнительной доходностью, зависящей от успешности проекта и эффективность ставки, учитывающая профиль риска сделки и возможности его снижения на различных стадиях реализации проекта. В качестве основных критериев указывается срок кредитования, который составляет до 7 лет и то, что процентная ставка устанавливается индивидуально в зависимости от характеристик финансируемого проекта и финансового состояния заемщика [9].

Преимуществом мезонинного финансирования является доступ к значительным объемам средств в условиях недостаточного обеспечения, чего не предполагает банковское кредитование. Ряд исследований показывают, что привлечение мезонинного финансирования позволяет снизить издержки капитала (WACC) и повысить рентабельность собственного капитала (ROE). Также привлекать мезонинное финансирование имеют возможность компании, у которых отсутствует достаточный доступ к капиталу, что обычно связано с высокой долговой нагрузкой или условиями, которые диктует рынок [6]. Стоит

отметить, что привлекать мезонинное финансирование есть возможность у компаний, у которых исчерпан лимит банковского кредитования, а акционеры не хотят размывать свои доли в акционерном капитале, привлекая финансирование за счет долевых инструментов.

Из недостатков можно назвать дороговизну данного метода финансирования, сложность процедуры оформления из-за индивидуальности структурирования, а также жесткие требования к менеджменту компании-заемщика, прозрачности учета и финансовой отчетности. Также не стоит забывать, что мезонинным инвесторам интересны компании со стабильным денежным потоком, устойчивым положением на рынке и обладающие конкурентными преимуществами. Так как получение мезонинного финансирования не требует твердого обеспечения, как при банковском кредитовании, следовательно, мезонинные кредиторы тщательно анализируют заемщиков, предъявляя высокие требования к финансовому состоянию, финансовым показателям и стратегии развития компаний-заемщиков.

Учитывая валютно-финансовый кризис и нестабильное положение на кредитном рынке, и, в связи с этим ужесточение требований к получению традиционного банковского кредита [4], в России повышается интерес к альтернативным источникам финансирования, в т.ч. к мезонинному финансированию. Из-за наличия весомых преимуществ перед другими долговыми и долевыми источниками финансирования мезонинное финансирование получает большую популярность, но не стоит забывать, что для наличия оптимистичных перспектив развития данного финансового инструмента, нужен привлекательный инвестиционный климат в стране и низкие процентные ставки по кредитам и займам.

Рассмотрев мезонинное финансирование в качестве механизма финансирования сделок слияний и поглощений, которое нам предлагает мировой финансовый рынок, можно прийти к такому выводу, что задача

финансирования является одной из самых сложных и многогранных этапов в процессе слияния и поглощения. Выбирая конкретный способ финансирования, следует оценить всевозможные риски и учесть множество факторов – дороговизну, простоту, скорость получения средств, а также доступ к длинным деньгам.

Библиографический список:

1. Адамия, Т.Т. Современные методы финансирования сделок слияний и поглощений / Т.Т. Адамия // Инновации и инвестиции. – 2019. – № 4. – С. 173-177.
2. Варыгин, С.А. Критерии выбора инструментов финансирования при осуществлении сделок по слияниям и поглощениям / С.А. Варыгин // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2018. – № 4 (73). – С. 150-155.
3. Денисов, В.С. Мотивы и источники финансирования сделок по слияниям и поглощениям / В.С. Денисов // Молодой ученый. – 2017. – № 21 (155). – С. 197-200.
4. Каширская, Л.В. Анализ проблем банковского сектора Российской Федерации через призму аудиторских заключений / Л.В. Каширская, А.А. Виноградов, Г.С. Гаиров // Проблемы экономики и юридической практики. – 2020. – Том 16. – № 1. – С. 61-66.
5. Морозова, В.А. Сущность и особенности мезонинного финансирования / В.А. Морозова // Вектор экономики. – 2017. – № 6 (12). – С. 35.
6. Ованесова, Ю.С. Мезонинное финансирование как новое направление для России / Ю.С. Ованесова // Управленческий учет и финансы. – 2015. – № 4. – С. 260-272.

7. Степанова, Е.О. Оценка риска сделок мезонинного финансирования при управлении капиталом / Е.О. Степанова // Финансовый бизнес. – 2017. – № 1 (186). – С. 8-15.

8. Официальный сайт ПАО «Сбербанк». Мезонинное финансирование [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.sberbank.ru/ru/legal/mez_finance#forma. – (дата обращения: 08.05.2020).

9. Официальный сайт ПАО «Альфа-Банк». Мезонинное кредитование [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://alfabank.ru/corporate/credit/mezzanine/>. – (дата обращения: 08.05.2020).

Оригинальность 91%