



ВОЗМОЖНОСТИ И ПЕРСПЕКТИВЫ МЕЗОНИННОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ В ИННОВАЦИОННОЙ ЭКОНОМИКЕ

Развитие инновационной сферы экономики требует роста инвестиций, особенно на первых этапах. В настоящее время финансирование предприятий страдает по причине недостатка собственных средств, отсутствия достаточной государственной финансовой поддержки, высокой стоимости и рискованности инноваций, долгосрочного характера окупаемости инновационных проектов и преимущества консервативных инвесторов над агрессивными. И так, чтобы успешно развиваться дальше российским компаниям необходимо решить две задачи: первая – оптимизировать источники финансирования для развития новых проектов; вторая – научиться отбирать такие инновационные проекты, которые принесут прибыль даже в условиях кризиса.

Опыт финансирования зарубежных компаний показал, что наряду с традиционными способами финансирования инновационных проектов, возможно привлечение денежных средств с помощью таких альтернативных инструментов, как мезонинное финансирование. Несмотря на то, что в государствах Европы и в США около 20 % инвесторов работают с использованием этого финансового инструмента, отечественный бизнес мезонинное финансирование использует редко. В связи с этим, рассмотрение механизма действия мезонинного финансирования, выявление его преимуществ и возможности расширения практики использования в российских условиях представляется весьма актуальным.

В РФ мезонинное финансирование называют гибридом между долговым финансированием и прямыми инвестициями, который представляет собой такой способ финансирования венчурных проектов, когда инвестор не входит в капитал компании, а представляет ресурсы для ее развития через долговые обязательства с одновременным приобретением опциона с правом приобретения акций заемщика в будущем по определенной заранее цене. Данный способ финансирования способен снизить риски обеих сторон: долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, что выгодно венчурному финансисту, а опционное соглашение позволяет заемщику в будущем рассчитаться с кредитором в удобной для него форме - выплата прибыли держателю опциона или размещение в его пользу акций. Мезонинное финансирование является более подходящим вариантом для компаний, которые уже исчерпали возможность привлечь банковское финансирование или которые хотят привлечь более длинные деньги (до 5 лет), вместе с тем располагающих стабильными денежными потоками или существенным размером капитала.

При мезонинном финансировании инвестор выступает в роли и кредитора и инвестора (акционера). При этом инвестор в этом случае получает риски значительно выше по сравнению с обычным заемным (банковским) финансированием, и

соответственно рассчитывает на повышенную доходность от своих инвестиций. При этом, при погашении мезонинного кредита акционерам легче выкупить опцион, т.к. главный долг висит на компании, стоимость выкупа существенно ниже, и доля выкупа не сравнима с прямыми инвестициями. В тоже время мезонин обеспечивает большую защищенность инвестора, поэтому если стратегия компании полностью не сработает, то предприниматель будет нести большую ответственность за полученную прибыль.

Мезонинный способ финансирования предположительно может снизить риски обеих сторон. Долговые обязательства имеют более высокий приоритет в конкурсной очереди, что выгодно венчурному финансисту, а опционное соглашение позволяет заемщику в будущем рассчитаться с кредитором в удобной для него форме – выплата прибыли держателю опциона или размещение в его пользу акций. Не смотря на вышеперечисленные достоинства мезонинного финансирования, данный финансовый инструмент ещё не получил широкой популярности в нашей стране и находится на этапе становления, в отличие от западных стран. Тем не менее, отдельные инвестиционные компании уже объявили о запуске специальных фондов для предоставления услуги мезонинного финансирования. Уже состоялись и первые сделки по использованию этого финансового инструмента, однако, на сегодняшний день это всё же скорее исключение, чем правило. Одним из таких немногочисленных пока исключений, стал известный ритейлер «Вестер», заключивший договор с одним из отечественных банков на сумму 300 миллионов долларов, по которому банк получает право в течение четырёх лет приобрести до 10 % акций заёмщика. В 2011 году New Russia Growth создает первый в России фонд мезонинного финансирования объемом \$250 млн. Инвесторами фонда Volga River Growth стали крупнейшие мировые и российские финансовые институты, в том числе «Европейский банк реконструкции и развития» («ЕБРР») и «Номос-банк». Завершен первый этап формирования фонда, его объем составил \$120 млн, целевой объем фонда – \$250 млн. Мезонинное финансирование предполагает предоставление компаниям кредитных линий с обеспечением и незначительной доли в акционерном капитале, которая предоставляется инвестору в виде опциона с заранее оговоренной ценой. В отличие от private-equity фондов, мезонинные фонды не принимают активного участия в операционной деятельности финансируемых компаний и изначально согласны со стратегией, кадровыми и операционными решениями акционеров. Целевая доходность мезонинного фонда в России находится в интервале между стоимостью долгового финансирования (10–12%) и доходности фондов private-equity (45–50%) и составляет 25–35%. В 2013 году "Дочка" ООО "Сбербанк Инвестиции" Sberbank Investments Limited в декабре купила 33,3%-ную долю в кипрской Afelmor Investments Ltd. Как говорится в проспекте к программе LPN Сбербанка, сумма сделки составила \$100 млн. Sberbank Investments приобрела погашаемые привилегированные акции – инструмент, используемый в сделках мезонинного финансирования.

Мезонинный инвестор обычно ориентирован на инвестиции со средним уровнем риска: выше, чем у обычного долгового финансирования, но ниже, чем при инвестировании в акционерный капитал. Соответственно также варьируется и стоимость мезонинного финансирования.

Кроме оптимизации структуры капитала, получения дополнительных источников финансирования мезонинное финансирование позволяет избежать размытия акционерного капитала (так как большая часть вознаграждения кредитора составляют процентные платежи, и компания зачастую обладает правом выкупа

акций, эмитированных в пользу мезонинного инвестора). В свою очередь мезонинными инвесторами чаще являются пенсионные фонды, хедж фонды, фонды частных инвестиций (private equity), страховые компании, а также банки, имеющие соответственные департаменты.

При помощи комбинации нескольких инструментов, мезонинные кредиты, как правило, имеют гибкие условия погашения и выплаты процентов, согласованные с реалиями и требованиями финансируемого проекта. Также важно понимать, что при мезонинном финансировании главной целью инвестора является возврат к первичным инвестициям и наращиванию своего капитала, а не захват власти компании.

Обобщая все преимущества, можно сделать вывод, что предприятия-заемщики при выборе мезонинных схем получают следующие преимущества по сравнению с классическим кредитованием:

- рост рейтинга за счет увеличения собственного капитала;
- налогообложение привлеченных средств как заемных;
- отсутствие риска «размывания» средств, если предприятие имеет нескольких владельцев;
- трехступенчатая модель возврата средств: уплата заранее определенных процентов, уплата процентов, в зависимости от успешности инвестиций, и так называемый «подогрев акциями» (equity kicker) – возможность участия в акционерном капитале заемщика;
- отсрочка погашения долговых обязательств.

В свою очередь банки, предоставляя свои средства также имеют преимущества:

- балансировка долговых обязательств;
- увеличение доходности кредитного портфеля.

В России основная сфера применения инструмента мезонинного финансирования высокорисковые и венчурные проекты. Причиной тому российское законодательство, которое гораздо сильнее защищает кредитора, в случае банкротства заемщика, нежели акционера. По российскому законодательству, в первую очередь выплачиваются займы, а акционерные средства компенсируются в последнюю. Одновременно, максимально возможная прибыль акционера гораздо выше максимально возможной прибыли кредитора, которые получает свой фиксированный процент. Проще говоря, мезонинное финансирование является промежуточным финансовым инструментом финансирования проекта. Мезонинный долг будет взыскан раньше, чем долг по акционерному капиталу, но позже, чем долг по заемному финансированию. Получается, что инвестор, предоставивший мезонинный кредит, принимает на себя часть рисков акционера, однако может получить при этом большую прибыль, т.к. до последнего момента будет вправе выбирать – реализовывать принадлежащий ему опцион или нет.

Безусловно, мезонинное финансирование – это совершенно новый продукт для российского рынка, предназначенный для нужд компаний с малой капитализацией. Сейчас на этом рынке основные позиции принадлежат банкам, а также венчурным фондам и фондам прямых инвестиций.

К числу факторов, ограничивающих развитие мезонинного финансирования в России можно отнести:

- неблагоприятный инвестиционный климат;
- отсутствие накопленной статистики по значительному количеству реализованных проектов;
- слабый уровень развития финансового рынка.

Все вышеизложенное показывает, что мезонинное финансирование следует рассматривать как альтернативный способ привлечения финансовых ресурсов в случае недоступности для компании прочих форм кредитования, в частности банковского (при уже существующей высокой долговой нагрузке, рискованности проекта, нестандартности финансируемой сделки и т.п.), при наличии финансовых возможностей для поддержания дополнительных долгосрочных кредитов и займов. Использование данного инструмента зависит в первую очередь от улучшения общего инвестиционного климата в стране, стабилизации ситуации на финансовых рынках и общего снижения процентных ставок по кредитам и займам.

Войтович А.М.,
научный руководитель доц. Конищева М.А.
Торгово-экономический институт
Сибирского федерального университета

УДК 001.895:338:336