

Роль источников внешнего финансирования проектов реструктуризации компаний

В современной экономической системе практически любое предприятие, дойдя до определенной стадии развития, нуждается в реструктуризации. Российская экономика характеризуется крайним динамизмом, и внешнее окружение подталкивает менеджмент компании и собственников периодически пересматривать структуру, функции, взаимоотношения внутри предприятия, с целью повышения его конкурентоспособности и обеспечения дальнейшего развития. При этом компания не обязательно должна находиться в кризисном положении, чтобы начать разработку и реализацию проекта по реструктуризации. Многие менеджеры высшего звена проводят реструктуризацию с целью ускорения темпов развития бизнеса или с целью снизить негативное влияние факторов внешней среды.

Как известно, любой подобный проект стоит значительных финансовых средств, которыми зачастую ни компания, ни ее собственники не располагают на текущий момент времени. В результате появляется необходимость привлечения капитала из внешних источников. Привлечение капитала извне осуществляется обычно следующими способами: размещение акций на фондовой бирже (ИПО), выпуск облигаций, выпуск векселей, получение кредитов и займов. Рассмотрим кратко каждый из источников:

1. Получение кредитов и займов. Этот источник привлечения финансовых ресурсов является традиционным для большинства компаний, реализующих проекты по реструктуризации. По данным Центрального банка РФ в 2006 г. объем выданных кредитов предприятиям и организациям составил 41,7 трлн. р., что на 35% больше чем в 2005 г.

При получении кредита затраты на подготовительном этапе минимальны в отличие от всех рассмотренных выше способов и связаны в основном с оценкой и страхованием предлагаемого обеспечения. Главным недостатком кредитов является необходимость залога, рыночная стоимость которого должна быть выше в 1,5 – 2 раза суммы привлекаемых средств. Она учитывает величину залогового дисконта, применяемого с целью снижения риска ликвидности предоставленного имущества и сумму процентов и комиссий, подлежащих уплате согласно условиям кредитного договора.

Возможность получения кредита, а также срок рассмотрения заявки во многом зависит не только от финансового положения предприятия, но и от взаимоотношений с конкретным банком. Иногда бывает, что положительная кредитная история компании в одном банке не является показателем благонадежности клиента в другом банке, куда заемщик обращается впервые.

Существует две основные формы банковского кредитования для реализации проекта реструктуризации компании: инвестиционное кредитование и LBO-финансирование. Получение инвестиционного кредита требует от заемщика значительной подготовительной работы по формированию бизнес-плана проекта, технико-экономического обоснования (ТЭО), проектно-сметной документации, а также заключенных договоров на финансирование обязательств, по которым будет предоставлен инвестиционный кредит. От кредита на пополнение оборотных средств его отличает, прежде всего, срок, который обычно составляет от 3-х до 15 лет и строго целевой характер. Инвестиционные банковские кредиты чаще всего выдаются на срок, не превышающий срока окупаемости самого проекта.

Другая форма кредитования - LBO (Leveraged Buyout) - это способ осуществления операций по слияниям и поглощениям, который заключается в покупке контрольного пакета акций корпорации с помощью кредита. Ввиду того, что количество сделок по слияниям и поглощениям, осуществляемых российскими предприятиями как в России, так и за рубежом, ежегодно растет, данный инструмент среднесрочного (долгосрочного) финансирования также активно предлагается коммерческими банками. Основное преимущество LBO-финансирования заключается в том, что финансово устойчивое предприятие способно осуществить покупку другого предприятия сопоставимых (по объему выручки, балансовой стоимости активов и пр.) или даже больших масштабов на 70-80% за счет привлеченных средств под залог акций приобретаемого предприятия. Как правило, без партнерства с банком предприятие было бы не в силах профинансировать такое приобретение. Главным условием сделки по LBO-финансированию является проведение всестороннего анализа объекта приобретения. Анализируется размер синергетического эффекта, определяется, насколько он повлияет на будущие денежные потоки объединенной компании. В случае положительного результата необходимо провести, по меньшей мере, еще и юридический, и финансовый аудит, а также получить заключение независимого оценщика о стоимости приобретаемой доли объекта. Зачастую международные универсальные банки оказывают услуги по оценке приобретаемых активов с условием последующего принятия пакета акций по оценочной стоимости независимо от цены сделки.

2. Выпуск собственных векселей. Чаще всего данный способ финансирования является первым шагом перед выходом на рынок публичных заимствований вообще. По итогам реализации вексельной программы компания – эмитент уже может судить о своих перспективах на рынке облигационных займов и в дальнейшем на рынке акций. Как и в предыдущих способах привлечения ресурсов, предприятие, решившееся на вексельную программу, вынуждено становиться публичным и создавать прозрачную структуру бизнеса, соответственно нести все связанные с этим расходы – прямые и косвенные. В отличие от облигаций по объему выпуска векселей отсутствуют ограничения.

Вексель традиционно используется для финансирования оборотного капитала и выпускается обычно на срок до шести месяцев. Как правило, выпускать векселя на более длительный срок могут позволить себе лишь крупные компании, имеющие публичную кредитную историю.

Векселя выгодно отличает от предыдущих форм привлечения средств относительная простота оформления их выпуска. Они не относятся к эмиссионным ценным бумагам, а значит, их выпуск не требует регистрации в ФСФР. Однако и в данной ситуации часто требуется привлечение финансовых консультантов, так как выпуск векселей компанией, особенно впервые, сопряжен со значительными рисками. Вполне вероятно, что затраты по привлечению средств могут быть выше, чем привлечение обычного банковского кредита. Но нельзя забывать и то, что при выходе на публичный рынок заимствований, предприятию также приходится нарабатывать положительную кредитную историю в глазах инвесторов, которой на начальном этапе просто нет, также как если вы впервые обращаетесь в банк за кредитом. Если во втором случае ваша задача состоит в том, чтобы убедить одного кредитора в своей благонадежности и кредитоспособности, то в первом – широкий круг кредиторов. Эффективная ставка привлечения средств через продажу собственных векселей становится ниже лишь со временем, по мере формирования имиджа компании, как надежного заемщи-

ка. По сравнению с обычным банковским кредитом выпуск векселей дает возможность нести расходы по обслуживанию долга в конце срока заимствования при их погашении и не платить проценты ежемесячно, как это обычно предусматривается условиями кредитных договоров.

С точки зрения законодательства, процедура возврата средств при наличии векселя существенно проще для инвестора, чем при наличии других ценных бумаг или договора займа. Вексель является безусловным долговым обязательством.

3. Выход на рынок корпоративных облигаций. До начала 2002 года финансирование за счет эмиссии облигаций осуществляли только наиболее крупные и известные российские компании. Сейчас ситуация на рынке корпоративных облигаций благоприятна для того, чтобы этот механизм финансирования могли применять и менее известные предприятия. Для того чтобы заем был успешным, компания, как и в случае с IPO должна иметь устойчивое финансовое положение, демонстрировать хорошие показатели по выручке, прибыли и иметь положительную деловую репутацию у своих партнеров, иначе инвесторы потребуют более высокую премию за риск и ставка размещения будет выше. И наоборот, компания, которая хорошо известна на рынке, имеет возможность привлечь ресурсы под более низкий процент, значительно ниже ставки рефинансирования.

Если предприятие только стремится сформировать свое имя и историю на открытом финансовом рынке, то необходимо составить и реализовать программу взаимоотношений с инвесторами, направленную на завоевание их доверия. Одним из этапов этой программы может стать выпуск векселей. Если он будет осуществлен успешно, то компания получит положительную кредитную историю и сможет готовиться к выходу на рынок корпоративных облигаций. По мнению экспертов, для получения известности на уровне региона, при правильном подходе, требуется около полугода, на федеральном уровне – примерно год.

Облигационный заем используется, главным образом, для привлечения «длинных денег», на срок 2-3 года. Его организация практически невозможна без профессионального андеррайтера. Андеррайтер оказывает услуги по юридическому сопровождению сделки, но кроме этого он может предоставить определенный объем средств еще до размещения облигаций, необходимый для организации выпуска ценных бумаг.

Облигации являются довольно дорогим способом финансирования. При выпуске облигаций затраты компании будут состоять из двух частей: непосредственных затрат по обслуживанию эмиссии и затрат на ее организацию. Первая часть затрат определяется рыночными условиями и качеством компании как заемщика. Чем неустойчивее положение заемщика, тем выше будет премия за риск, которую потребует инвестор. При этом стоимость займа может оказаться значительно выше той, какую может позволить себе компания. Некоторые банки и инвестиционные группы публикуют методики, по которым они оценивают кредитоспособность предприятий. Чтобы увидеть компанию глазами инвесторов, необходимо подставить в такую методику конкретные данные.

Вторая часть расходов связана с уплатой государственных пошлин за регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг, комиссии депозитарию, который выступит держателем глобального сертификата облигаций, комиссии бирже за размещение облигаций среди инвесторов, а также вознаграждения андеррайтеру за организацию и размещение выпуска облигаций. Общая величина всех этих затрат обычно составляет около 2% от общей суммы заимствования. По мнению ряда экспертов, на рынок обли-

гаций имеет смысл выходить, если компания намерена привлечь не менее 500 млн. руб. В противном случае проще и дешевле воспользоваться кредитом.

Организация облигационного займа является обычно предварительным этапом перед выходом компании на рынок акций. Именно здесь менеджмент компании принимает все меры к тому, чтобы сделать свой бизнес максимально прозрачным и понятным для инвесторов. Для этого, как уже говорилось выше, предприятие должно быть прибыльным в период подготовки и размещения эмиссии, и желательно, чтобы оно имело конкретную инвестиционную программу, под которую и привлекаются денежные средства за счет эмиссии. В 1999-2000 годах основными эмитентами были лидеры отраслей и добывающие монополии (РАО «ЕЭС России», «Алроса», МГТС), но с 2001 года рынок начал смещаться в сторону средних компаний. К 2002 году средний объем продаж компании, выпускающей облигации, мог составлять 50 млн долл. США. Наиболее показательным было размещение выпуска облигаций компании «Тинькофф». Объем займа составлял 400 млн руб., а выручка компании за предшествующий год — 270 млн руб., из которых чистая прибыль — 27 млн руб.

Кроме возможности привлечь более «длинные» деньги, так необходимые для реализации проекта реструктуризации, облигационный заем еще выгодно отличается от кредитов и займов тем, является беззалоговым инструментом привлечения ресурсов, что тоже далеко не последний фактор, при выборе способа финансирования. Очень часто отсутствие необходимого залогового обеспечения становится главной проблемой при получении кредитных денег.

4. Размещение акций на фондовой бирже. Данный способ является наиболее востребованным среди крупных известных компаний, привлекающих значительные финансовые средства для реализации длительных крупномасштабных проектов. Компания, готовящаяся к IPO должна помимо устойчивого финансового положения и хорошей динамики выручки и прибыли, иметь прозрачную структуру собственников, четкую стратегию развития на долгосрочную перспективу и положительный имидж в глазах общественности и власти. Данный способ является, пожалуй, самым сложным и трудоемким из всех, помимо этого, среди его основных недостатков необходимо отметить следующие:

- размывание структуры собственности и частичная потеря контроля над предприятием;

- появление новых акционеров в компании в будущем может привести к конфликтам среди собственников, причем по самым разным причинам. Это, как правило, приводит к затормаживанию нормальной работы предприятия, судебным разбирательствам и финансовым потерям;

- предприятие может стать объектом рейдерских атак, что неизбежно приведет к ухудшению финансового состояния компании и ставит под угрозу ее существование в будущем;

- самый дорогой и длительный процесс с точки зрения организации. Основные затраты включают в себя:

- а) стоимостью услуг андеррайтера (организатора IPO);

- б) затраты на проведение PR кампании. Возможно, возникнет необходимость создания целого подразделения в компании, отвечающего за данное направление;

- в) затраты на формирование и раскрытие финансовой отчетности и на ее аудит;

Кроме прямых издержек, при расчете эффективности размещения акций, следует принимать во внимание и косвенные издержки, такие как расходы на реорганизацию систем управления и контроля, финансовых потоков, продвижение бренда компании. В ряде случаев совокупные издержки могут достигать 20% от привлеченных средств.

Однако несомненным преимуществом является то, что акционерный капитал является инструментом долевого, а не долгового финансирования. Привлеченные средства не нужно возвращать. Кроме того, можно поставить вопрос о дальнейшем инвестировании прибыли в новые проекты без выплаты дивидендов, что позволит не изымать ресурсы из оборота, а наращивать темпы развития. Эмиссия акций дает возможность привлечь гораздо больше средств, чем с помощью кредита или облигационного займа и в перспективе повысить капитализацию компании. Помимо этого, IPO делает компанию публичной, она становится объектом пристального внимания не только потенциальных инвесторов, но и власти и общества в целом, что налагает определенные обязательства и в плане социальной ответственности. Многим предприятиям приходится отказываться от различных схем оптимизации налогообложения, если они используются. Увеличение налоговой нагрузки также следует классифицировать как косвенные расходы, связанные с публичным размещением акций.

Таким образом, использование акционерного капитала, как источника финансирования проекта реструктуризации, требует от компании максимальной прозрачности и открытости. С успехом применять этот инструмент могут только стабильно работающие предприятия, финансово-устойчивые, с положительными прогнозами будущего роста продаж и чистой прибыли. Однако компании, начавшие процедуру реструктуризации не всегда удовлетворяют указанным требованиям, что делает для них данный способ недоступным.

В 2006 г. ожидался бум IPO. Но из 50 компаний, объявивших о намерениях выйти на рынок акций, в первом полугодии это сделали лишь 11. В 2005 г. IPO было проведено 13 российскими компаниями. Ярko выраженная динамика все же прослеживается, если учесть, что в 2002-2003 г. посредством первичного размещения акций лишь три компании привлекли \$27,7 млн, а в 2004 году пять компаний выпустили на рынок акции на \$638 млн. Компании, планирующие IPO в 2007 г. представлены в таблице 1.

Таблица 1

Календарь IPO

Эмитент	Тип	Объем	Срок
Финансовый сектор			
Сбербанк России	доп. Эмиссия	\$8000 млн.	Не ранее февраля 2007 г.
ВТБ (Внешторгбанк)	IPO	\$4000 млн.	май–июнь 2007 г.
Банк Возрождение	доп. Эмиссия	не определен	лето 2007 г.
Газпромбанк	IPO	\$4000 млн.	перенес на 2008 г.
Юниаструм	IPO	\$100 млн.	2007
Юнистрим	IPO	\$100 млн.	2007
Металлургия			
ММК	IPO	\$1200 млн.	2 половина 2007
Русский алюминий	IPO	\$1000 млн.	2007
Полиметалл	IPO	\$910 млн.	1 половина 2007
Иркутскабель	IPO	\$50 млн.	2007
Ависма	IPO	не определен	2007
Высочайший	IPO	не определен	1 квартал 2007
Инпром	IPO	30%	2 квартал 2007
Газметалл	IPO	не определен	После слияния
Российский алюминий	IPO	20%	4 квартал 2007

Потребительский сектор			
Группа Евросервис	IPO	н/д	3–4квартал 2007
Дикси	IPO	\$250 млн	II квартал 2007 г.,
Группа Нутритек	IPO	\$200 млн.	в I квартале 2007 г.
Нидан	IPO	\$300 млн.	весна 2007 г.
Фармстандарт	IPO	\$500 млн	начало 2007
Патэрсон	IPO	\$200 млн.	начало 2007
Лента	IPO	\$300 млн.	2007
Арбат Престиж	IPO	\$100 млн	перенес на 2008
Евросеть	IPO	\$220 млн	2007
Ростик-Групп	IPO	\$80 млн.	2007
Сеть X5	доп. Эмиссия	не определен	2007
Перекресток	IPO	\$180 млн.	2007
Невская косметика	IPO	\$50 млн.	2007
Русский текстиль	IPO	\$50 млн.	2007
СИА	IPO	\$100 млн.	2007
Протэк	IPO	\$100 млн.	2007
ОСТ	IPO	25%	осень 2007
Электроэнергетика			
ОГК-4	IPO	\$1560 млн.	июль 2007
Мосэнерго	допэмиссия	\$2100 млн.	март 2007
ОГК-3	допэмиссия	\$1600 млн.	март 2007
ТГК-5	допэмиссия	\$253 млн	май 2007
ТГК-1	допэмиссия	\$1200 млн	июль 2007
ТГК-8	допэмиссия	\$916 млн	сентябрь 2007
ТГК-4	допэмиссия	\$725 млн	ноябрь 2007
ОГК-6	допэмиссия	\$893 млн	ноябрь 2007
ТГК-9	допэмиссия	\$660 млн	октябрь 2007
Нефть и газ			
Интегра	IPO	\$400 млн.	2 квартал 2007
Итера	IPO	\$300 млн.	второе полугодие 2007
Альянс	IPO	\$200 млн.	2007
СИБУР	IPO	\$500 млн	2007
Производство			
ЕвроХим	IPO	\$400 млн.	2007
Газ	IPO	\$200 млн.	2007
Агромашхолдинг	IPO	\$150 млн.	2007
Камаз	IPO	не определен	4 квартал 2007

Так или иначе, привлечение кредитов и займов является наиболее востребованным инструментом финансирования проектов по реструктуризации бизнеса. Если говорить о вариантах публичного заимствования на открытом финансовом рынке, то из рассмотренных выше способов, выпуск собственных векселей, является наиболее простым и доступным. Выбор конкретного источника привлечения ресурсов зависит от многих факторов: от размера компании, от длительности срока окупаемости проекта реструктуризации, от стоимости, от внутренней нормы доходности, от наличия положительной кредитной истории компании, в том числе публичной, от текущих показателей финансово-хозяйственной деятельности и, что не менее важно, от репутации топ-менеджмента реструктурируемого предприятия.

Список использованной литературы

1. Информационно-аналитический бюллетень № 24 от 25 октября 2004 г. компании «Аксин БКГ», - <http://www.aksionbkg.com/library>;
2. Календарь IPO Компания «Брокеркредитсервис», - <http://www.bcs.ru>;
3. Кузнецова Н. Полубум // БОСС №9, 2006 г.;
4. Шмелев М. Выход на рынок корпоративных облигаций: возможные проблемы // Финансовый директор №6, 2004 г.;
5. Центральный банк РФ, - http://www.cbr.ru/statistics/bank_system/;