

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ IPO ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ

Сулейманова Карина Рустамовна,

аспирант кафедры мировой экономики и экономической теории
Волгоградского государственного технического университета;
Suleimanova_kari@mail.ru

В статье рассматриваются альтернативные IPO способы привлечения капитала, их преимущества и недостатки, проанализировано современное состояние рынка. Проведен сравнительный анализ наиболее распространенных источников финансирования организаций.

Ключевые слова: заемный капитал, IPO, альтернативы, ценные бумаги, компании.

Ввиду нехватки собственных средств и с целью дальнейшего развития, предприятия вынуждены использовать заемный капитал, наиболее распространенными формами, которого являются банковский кредит, выпуск корпоративных облигаций и проведение публичного размещения акций.

Банковский кредит, наряду с выпуском корпоративных облигаций, традиционно занимает лидирующее положение в структуре внешних источников финансирования предприятий [15]. Однако одним из наиболее эффективных способов привлечения инвестиций является вывод предприятий на фондовый рынок с последующим финансированием в форме дополнительных эмиссий их акций [82].

Проанализируем возможные источники финансирования предприятий. Можно выделить следующие наиболее распространенные альтернативы IPO: собственные средства акционеров, банковские кредиты, облигации, векселя, бюджетные средства и государственные ссуды, обратные слияния.

Основной недостаток использования собственных средств акционеров заключается в ограниченности финансовых возможностей акционеров. Кроме того, данный способ не позволяет компании создать положительную репутацию, стать публичной или выйти на западный рынок. Данный вид привлечения может использоваться в рамках небольших проектов, поскольку он не осуществляет глобальные планы компании или реализовывает крупные инвестиционные проекты.

Самым распространенным способом привлечения денежных средств является банковский кредит. Это достаточно простой способ привлечения средств, условия могут варьироваться в зависимости от сроков погашения, наличия обеспечения, целевого назначения и других критериев. Основное

преимущество данного вида финансирования – простота и быстрота предоставления банковского кредита. Однако в случаях, когда компания планирует реализовать инновационные рискованные проекты, результат которых не всегда можно прогнозировать, кредит не будет являться оптимальным источником финансирования. Следовательно, использование данного вида привлечения капитала возможно только при определенных стратегиях компании [8].

Вексельная программа предполагает создание прозрачной структуры, наличие консолидированной отчетности, увеличение собственного капитала, повышение стоимости активов. Помимо этого, при выпуске облигаций должны выполняться жесткие требования к чистым активам, уставному капиталу, а также к финансовым показателям. В случае публичного размещения акций требуется максимальная прозрачность, как в отношении структуры собственности, так и в раскрытии финансовой информации.

Очень часто первым шагом на долговой рынок является для компании вексельный заем. В структуре долгового рынка векселя различных эмитентов занимают третью часть, что в полтора раза больше рынка корпоративных облигаций. По 1/3 занимают в долговом секторе рынок государственных и муниципальных облигаций [3]. Однако, учитывая более низкую доходность для инвесторов двух последних инструментов, существует постоянный повышенный вектор спроса к корпоративным заимствованиям в форме облигаций и векселей.

Привлечение денежных средств посредством банковского кредита, выпуска облигационного займа или векселей возможно для развивающихся торговых и производственных компаний, которые уже достигли определенных объемов продаж. Для новых компаний первичное размещение облигационного займа не может быть гарантировано, и компания, может начинать с небольших вексельных траншей, для того чтобы познакомить рынок со своим предприятием, сформировать начальную публичную кредитную историю, параллельно раскрывая рынку полную информацию о компании.

Итоговая стоимость вексельных займов дороже облигационных. Однако к этому необходимо подходить как к долгосрочным инвестициям в свою публичную историю, которая уже через год позволит разместить облигации намного дешевле и окупить понесенные расходы. Кроме того, несмотря на дороговизну по сравнению с банковским ресурсом, вексельный заем – беззалоговый, что очень важно, и это также отсутствие зависимости от отдельно взятого кредитора.

Далее отметим эшелонированность рынка корпоративных займов. Первый и второй эшелон занимают крупнейшие российские компании и банки. Доходность по их бумагам колеблется от 7 до 8,7% годовых [3]. Третий эшелон составляют ликвидные бумаги устойчивых крупных российских компаний, имеющими опыт работы на рынке несколько лет. И четвертый

эшелон составляют либо бумаги новых эмитентов, либо малоликвидные бумаги в силу каких-либо причин. Если компания серьезно решила прибегать к постоянным займам на рынке для развития своего бизнеса, ее задача постепенно переходить из эшелона в эшелон путем повышения ликвидности своих ценных бумаг.

Необходимо отметить, что вексель обладает рядом преимуществ для компании-эмитента: реструктуризация кредиторской задолженности, возможность привлечения банковского кредита под залог векселей, приобретения ценных бумаг, как правило, со скидкой к номинальной стоимости векселя, возможность в короткие сроки пополнить оборотные средства в необходимом объеме, возможность минимизировать налогообложение.

Недостатки для компании-эмитента состоят в следующем: отсутствие гарантии у векселедержателя получить деньги от эмитента бумаги, вексель может быть не принят контрагентами в счет оплаты товаров.

На сегодняшний день ситуация на вексельном рынке России складывается следующим образом. В результате финансового кризиса вексельный рынок понес существенные потери: первичный рынок не функционировал почти полгода, активность на вторичном рынке существенно снизилась, спрос со стороны инвесторов сузился до ценных бумаг 5-10 крупнейших банков со сроком обращения не более 3-6 месяцев.

Однако со второго квартала 2009 г. на фоне улучшения ситуации на валютном, денежном и фондовом рынках можно констатировать и «оживление» на вексельном рынке.

В настоящее время на вексельном рынке преобладают банковские векселя, на долю которых приходится более 90% всего рынка. При этом на долю 10-и крупнейших банков-векселедателей приходится около 58% всего рынка. Отсутствие торговых площадок определяет непрозрачность ценообразования на вексельном рынке, котировки носят индикативный характер, в том числе и в информационных системах (основной из которых является РВС-Векселя) [4].

Теперь рассмотрим следующий источник финансирования, а именно облигации. С известным именем на рынке заемщику уже проще разместить облигационный заем. Это долгосрочное (3-5 лет) привлечение финансирования, а, следовательно, возможность осуществить инвестиционные проекты. Данный инструмент очень похож на банковский вклад – деньги в него вкладываются на определенный срок под заранее известный процент. Но у облигаций есть два основных преимущества: как правило, более высокая доходность по корпоративным выпускам облигаций и возможность забрать деньги без потери набежавших процентов. Если при досрочном закрытии срочного счета в банке проценты теряются, то инвестиции в облигации полностью ликвидны – их всегда можно продать без потери причитающихся процентов за каждый день владения облигацией.

В отличие от эмиссии акций займы путем выпуска облигаций обладают

неоспоримыми преимуществами: руководство компании сохраняет полный контроль над компанией; выплаты процентов по заемным средствам, как правило, относятся на себестоимость; кредитор не участвует в распределении прибыли предприятия; более дешевый способ заимствования по сравнению с банковским кредитом; больший срок заимствования по сравнению с банковскими кредитами в большинстве случаев, облигационный заем не требует обеспечения; диверсификация базы инвесторов (банки, страховые компании, инвестиционные фонды), относительная не-зависимость от кредиторов; возможность привлечения значительного объема финансирования; позволяет осуществлять гибкое налоговое и финансовое планирование; нет смысла эмитировать дополнительные акции, размещая их на свободном рынке по низкой цене и тем самым размывая доли уже существующих акционеров; создание публичной кредитной истории [2].

В тоже время есть ряд недостатков: относительно длительный процесс подготовки выпуска облигаций, вместе с процедурой рейтингования занимает до 3 месяцев; необходимость изучения рынка; проблемы, возникающие при возможной реструктуризации компании эмитента; необходимость ежеквартального раскрытия финансовой отчетности и дополнительной информации в специальных изданиях Федеральной службы по финансовым рынкам.

Отметим, что при выпуске облигаций компания получает ряд дополнительных услуг от банка-андеррайтера, например бридж-финансирование (получение определенного объема средств еще до размещения облигаций) и преофертное финансирование (получение кредита для исполнения обязательств по оферте). Это позволяет нивелировать такие недостатки облигаций, как длительный срок подготовки выпуска займа и наличие промежуточных оферт, превращающих долгосрочные заимствования в краткосрочные.

У облигаций отсутствует недостаток, присущий векселям, – обязательная бумажная форма. Выпуск облигаций, как правило, оформляется одним глобальным сертификатом, который хранится в депозитарии [6]. Облигация удобнее векселя еще и тем, что как эмиссионная ценная бумага она может обращаться на бирже, поэтому владелец в любой момент может продать ее или купить новые облигации.

Таким образом, для эмитентов корпоративных облигаций облигация является инструментом займа средств через механизмы фондового рынка. Однако необходимо учитывать, что подготовка всех необходимых для выпуска облигаций документов и мероприятий является сложным и дорогостоящим процессом. Таким образом, облигации выгодно выпускать лишь тем компаниям, которые хотят занять 500 миллионов рублей и более [7].

В случае если компаниям, которые уже выпускали облигации, требуются дополнительные займы, но в меньшей сумме, более оптимальным источни-

ком привлечения капитала является выпуск биржевых облигаций. Биржевая облигация представляет собой эмиссионную ценную бумагу, позволяющую привлекать краткосрочное финансирование на срок до 3 лет по упрощенной процедуре эмиссии, предназначенную для широкого круга инвесторов, размещающуюся и обращающуюся исключительно на фондовой бирже [1].

Основная отличительная особенность биржевых облигаций – их срок. Первоначально они позиционировались именно как краткосрочные инструменты, как бумаги для пополнения оборотных средств компании. Максимальный срок до погашения таких бумаг составлял один год. Впоследствии, с развитием данного инструмента, этот срок был увеличен до трех лет. Это позволило привлекать через данный инструмент средства не только на краткосрочные, но и на среднесрочные проекты, например, расширение филиальной сети. Доходность по биржевым облигациям в среднем немного выше доходности по «обычным» аналогам, поскольку разница покрывается за счет сэкономленных при быстрой и упрощенной эмиссии средств.

При получении бюджетных средств и государственных ссуд компании сталкиваются со значительными временными издержками, связанными с многочисленными бюрократическими проволочками. Seriously рассматривать данный источник привлечения денежных средств могут лишь компании с государственным участием.

Если требования «прямого» IPO являются для компании трудновыполнимыми либо неприемлемыми по стратегическим причинам, существует возможность выхода на рынок посредством обратного слияния с «публичной («денежной») оболочкой». «Денежная оболочка» (Shell Company) – компания, вышедшая на фондовую биржу (ее акции котируются), но впоследствии прекратившая свою основную деятельность. Это может быть фирма, которая не ведет никакой бизнес-деятельности или только номинальную деятельность и активы которой состоят лишь из денежной наличности или ее эквивалентов или действующая публичная компания с минимальной бизнес-активностью [5].

Обратное слияние предоставляет акционерам, которые стремятся продать свои доли, и компаниям ряд преимуществ. Для первых это ликвидность, для вторых – экономия на дорогостоящих услугах андеррайтеров, а также возможность последующего финансирования на более выгодных условиях. Кроме того, короткие сроки – не нужно ждать 2-3 года, подгонять показатели, покупается компания, которая уже котируется на бирже и просто организывает дополнительную эмиссию – а это 100% гарантия выхода на биржу. Доступ к гигантским по масштабам инвестиционным ресурсам, повышенная по сравнению с местными фондовыми рынками оценка стоимости акций компаний и очень высокая ликвидность бумаг.

В отличие от традиционного IPO, посредством обратного слияния публичной может стать даже компания со средними показателями доходнос-

ти и темпами развития. Важно отметить, что само по себе обратное слияние не является способом финансирования: оно предоставляет сравнительно дешевый доступ на открытый рынок, на котором впоследствии компания сможет привлечь капитал через дополнительные эмиссии или так называемые PIPE (private investments in public equity – дополнительный выпуск обыкновенных, привилегированных акций или конвертируемых облигаций для частных инвестиционных компаний и инвестиционных фондов).

Однако проведение обратного слияния сопряжено с некоторыми проблемами и рисками. Во-первых, если у поглощаемой компании осталась непогашенная задолженность, частная компания будет вынуждена нести ответственность по ее обязательствам, что может ухудшить финансовое состояние последней. С этим связана необходимость тщательного изучения всех аспектов деятельности публичной компании.

Во-вторых, в ходе слияния частная компания теряет контроль над составом инвесторов. Так как акции большинства таких компаний относятся ко второму эшелону и часто торгуются на внебиржевом рынке, спрос на них предъявляют в основном не институциональные инвесторы, а индивидуальные. Они заинтересованы в получении прибыли в краткосрочной перспективе, и поэтому при принятии решения о покупке акций не принимают во внимание долгосрочные цели компаний [13].

В-третьих, при подготовке обратного слияния трудностью является оценка частной компании, которая в силу своего возраста может практически не иметь аналогов на открытом рынке.

Наконец, отсутствие андеррайтера при обратных слияниях вызывает у компаний необходимость создания ликвидного рынка акций своими силами. Как известно, при IPO андеррайтеры выкупают акции компании, а затем предлагают их своим клиентам, принимая на себя риск по непроданным ценным бумагам. В случае же обратного слияния компании сами вынуждены привлекать внимание инвесторов посредством организации маркетинговых мероприятий и освещения хода сделки в прессе.

По расчетам информационного агентства АК&М в 2011 году было совершено сделок на общую сумму 76 183,5 млн. долл., что на 22,5% больше, чем в 2010 году (62 174,9 млн. долл.). По данным «Ernst&Young», данный показатель в два с лишним раза превышает общемировые темпы прироста рынка M&A 2011 году.

Таким образом, резюмируя все вышеизложенное, отметим, что выпуск векселей и/или облигаций является наиболее предпочтительным альтернативным источником финансирования по сравнению с использованием собственных средств акционеров, банковским кредитом, а также государственными ссудами. В отличие от банковского кредита для выпуска векселей не требуется залога, и при правильном структурировании заемщик получает не одного крупного кредитора, от которого полностью зави-

сит, но множество мелких. Кроме того, выпуская векселя с различными сроками погашения, компания получает эффективный инструмент управления денежными потоками и долгом. В отличие от облигаций, выпуск векселей не имеет жестких сроков и параметров размещения – их можно выпускать по мере необходимости и наличия спроса небольшими траншами. Процедура выпуска векселей значительно более простая, доступная и недорогая по сравнению с облигациями. Таким образом, сравнительно легко компания получает публичную кредитную историю и начинает создание имиджа на долговом рынке.

По сравнению с облигациями процентная ставка при вексельном размещении, как правило, немного выше (премия за неизвестность), а также выпуск векселей является краткосрочным заимствованием (до 1 года).

Однако необходимо отметить, что облигации размещаются и торгуются на бирже, что делает этот инструмент более ликвидным нежели вексель. Более долгая и дорогая процедура выпуска компенсируется более низкими ставками привлечения по сравнению с выпуском векселей. Серьезным недостатком является механизм оферт (возможность досрочного погашения ценной бумаги по заранее оговоренной цене), принципиально снижающий срок заимствований. Для не очень крупных компаний наличие оферты является необходимым условием ликвидности выпуска. Задача организатора займа – разместить выпуск среди широкого круга инвесторов и организовать вторичный рынок, чтобы снизить риски предъявления к оферте крупных пакетов. Однако зачастую банки – организаторы выпуска для облегчения своей работы выкупают большую часть займа на себя, осуществляя фактически, таким образом, секьюритизацию кредита.

В настоящее время обратные поглощения снова становятся популярными. Определяющим фактором развития обратных поглощений сегодня является рост привлекательности для инвесторов компаний из развивающихся стран и увеличивающееся число их публичных размещений на основных биржевых площадках. К примеру, обратные поглощения являются «весьма популярным механизмом» выхода на рынок компаний из Казахстана. Обратные поглощения сегодня – второй по популярности механизм выхода на фондовый рынок после публичных размещений.

Список источников

1. Биржевые облигации : ОАО ММББ – РТС [электронный ресурс]. – 2012. – URL: <http://rts.micex.ru/s46>.
2. Векселя, облигации, IPO : Интеллект Бизнес [электронный ресурс]. – 2012. – URL: <http://fin-market.biz/issue-bonds.html>.
3. Еженедельные обзоры денежного и вексельного рынков : Велес Капитал инвестиционная компания [электронный ресурс]. – 2010. – URL: [**8 \(32\) 2012**](http://www.veles-capital.ru/media/documents/rus/1DD69688-41AA-4A9A-9066-C7E8950D7745/C393D37B-6816-43AE-9B7A-FC3D6FEB6D0F/F2720FCC-AA77-4E1D-951C-0C157BFFD893/B825C1F3-596F-B550-01B8-099AB2D82D2C/VC-</div><div data-bbox=)

Weekly_01-13_0410.pdf.

4. Ермак, А. Характеристика современного долгового рынка. Эффективность использования кредитными организациями векселей в практике: АУВЕР [электронный ресурс] / А. Ермак. – 2012. – URL: <http://auver.ru/files/Ermak.pdf>.

5. Обратное IPO : KLN Consalt [электронный ресурс]. – 2012. – URL: <http://www.kln.com.ua/content/view/51/69/lang,ua/>.

ALTERNATIVE IPO SOURCES OF FUNDING ORGANIZATIONS

Suleymanova Karina Rustamovna,

Post-graduate student of the Chair of World Economy and Economic Theory of Volgograd State Technical University;
Suleimanova_kari@mail.ru

The article considers alternative IPO ways to attract capital, their advantages and disadvantages, analyzed the current state of the market. The comparative analysis of the most common sources of funding organizations is conducted.

Keywords: loan capital, IPO, alternatives, securities, companies.