Private equity как альтернатива облигациям и кредитам

Райнхард КОЛЬАЙК,

управляющий директор,
«Квадрига Капитал Россия»

Д-р Райнхард Кольайк работает в инвестиционном фонде «Квадрига Капитал Россия» с момента его основания в 1995 году, когда он был назначен директором представительства фонда в Санкт-Петербурге. С 1998 года д-р Кольайк занимает пост управляющего директора фонда «Квадрига Капитал Россия».

Райнхард Кольайк занимается инвестициями private equity уже свыше 14 лет, более 13 из которых он провел в России. До перехода в «Квадригу» д-р Кольайк работал в CWB Capital Partners (Франкфурт) и Deutsche Bank AG (Вупперталь).

Райнхард Кольайк получил степень PhD в Техническом университете земли Северный Рейн-Вестфалия (Аахен, Германия) и степень MBA в Университете Брунел (Зап. Лондон, Англия).

Д-р Кольайк постоянно живет в Санкт-Петербурге. Кроме родного немецкого, он свободно говорит на английском, русском и французском языках.

Несмотря на свою молодость, рынок облигаций оказался очень привлекательным способом получения финансирования для многих быстроразвивающихся компаний. В числе причин такой популярности облигаций среди заемщиков можно назвать сравнительно большой объем финансирования, который можно привлечь, и отсутствие обеспечения; для инвесторов плюсом является возможность торговли данными инструментами.

Последние недели кризиса, а также предшествующие им месяцы выявили недостатки рынка облигаций. В периоды нестабильности интерес инвесторов к облигациям падает, цены становятся непредсказуемыми, а возможность торговли облигациями подвергает эмитента угрозе потенциально враждебных покупок облигаций заинтересованными сторонами. Иногда подобная ситуация может привести к поглощению компании.

Сейчас стало очевидным, что за средства, привлеченные под беспрецедентно низкие ставки безо всякого обеспечения, приходится платить особую цену. Зачастую эмитенты не придавали значения тому, что в случае размещения облигаций по открытой подписке на фоне волатильности финансовых рынков риски могут быть выше, чем при выпуске акций. В отличие от акций, облигации в конечном итоге должны быть погашены. И если компания полагается на публичные долговые рынки, рефинансирование при наступлении срока погашения облигаций может оказаться невозможным. Для многих эмитентов вследствие кризиса расчетный срок наступает в очень неподходящий момент.

Часто банки-организаторы предпочитали оставлять эмитента в неведении относительно данных моментов, так как они получали единовременный доход в форме комиссии за организацию выпуска, а также постоянные поступления, выступая в роли маркет-мейкеров, составляя отчеты и обслуживая облигационный заем.

Очевидно, что для банка организация выпуска облигаций может оказаться гораздо привлекательнее традиционного кредита, при предоставлении которого необходимо принимать на баланс риски до его погашения и следовать стандартам Центрального банка.

Конечно же, легко делать подобные заявления задним числом, когда кризис уже случился. Кто мог ожидать такого беспрецедентного сокращения рынка облигаций и роста доходностей до сегодняшнего уровня? Разве не благоразумно было считать, что доходность продолжит падать вечно, а ликвидность будет только расти?

Кроме того, какие альтернативы существовали на момент размещения облигаций? И наконец, какие инструменты можно сейчас предложить компаниям, имеющим стабильные показатели, но столкнувшимся с дефолтом по купонным платежам или погашению основного долга по облигациям?

Конечно же, самый очевидный ответ — традиционные кредиты и другие формы банковского финансирования. Исходя из собственного опыта, могу отметить, что российские компании, особенно средние предприятия, часто сталкиваются с тремя основными проблемами.

Первая из них связана с уровнем внутренней подготовленности и организации компаний. Хотя многие из них действительно имеют адекватные системы внутреннего финансового контроля и подготовки данных, необходимых для руководства компанией, им зачастую недостает ресурсов для грамотного общения с финансовыми организациями. Для небольшого регионального банка это может и не стать помехой, так как там знают предпринимателя — основателя компании с самого первого дня ее существования. Однако привлечь кредит становится сложнее, так как спрос растет, и приходится иметь дело со все более крупными банками-партнерами. И системам, и людям необходим рост: часто на место бухгалтера, чьих услуг вполне хватало в прошлом, приходит финансовый директор, который сможет общаться с менеджерами более крупных национальных банков.

Другая проблема для быстро развивающихся компаний, которая ранее успешно разрешалась путем выпуска облигаций, состоит в том, что многие российские банки недостаточно крупные. В связи со строгими требованиями к акционерному капиталу, предъявляемыми Центробанком России, многие региональные банки либо вообще не имеют возможности предоставить кредит требуемого размера, либо эта возможность ограничена. Формирование консорциума банков или крупного портфеля из небольших кредитов от разных банков часто оказывается трудоемким и неэффективным процессом. Иногда банки просто не хотят сотрудничать с конкурентами и вместе работать на благо одного клиента.

Третья проблема, с которой мы столкнулись в ходе работы в России, состоит в невозможности получить кредит от банка без обеспечения физическими активами. Финансирование, обеспеченное денежными потоками, то есть нематериальными, но имеющими ценность активами, часто воспринимается российскими банками как слишком экзотическое. Более того, с организационной точки зрения пройти сложные юридические и прочие процедуры, чтобы воплотить в жизнь подобную структуру, непросто. В частности, в сложном положении были и до сих пор остаются компании-новаторы, которые не работают со значительной базой физических активов. Какие активы может предложить в качестве обеспечения производитель программного обеспечения? А издательство? Даже у компаний, работающих с физическими активами, возникают проблемы собственности и юридически грамотной регистрации прав собственности на землю, здания и сооружения, что приводит к отсутствию активов для обеспечения кредита.

Как только компания полностью использовала базу активов в качестве обеспечения по банковским кредитам, она обращалась к необеспеченным облигациям как к удобному способу гарантировать будущие финансовые поступления, необходимые для ее развития.

Поступая подобным образом, компании и их консультанты часто игнорировали такую инновационную возможность финансирования, как прямые инвестиции — private equity. Прямые инвестиции производятся в акционерный капитал компании, а значит, инвесторы участвуют во всех рисках бизнеса. Инвесторы private

equity получают долю в бизнесе в обмен на инвестиции. Доля владения акциями может быть как миноритарной, так и мажоритарной, обычно она составляет от 25% до 100% акций компании. В качестве компенсации за предоставленные средства инвесторы ожидают участия в прибыли компании — под прибылью понимаются дивиденды и увеличение стоимости компании за период инвестирования. В обмен на значительную степень риска инвесторы ожидают высокий уровень прибыли.

Прямые инвестиции отличаются от размещения акций на бирже, так как в случае private equity акции не торгуются. Инвесторы private equity являются держателями акций в частном порядке, отсюда название данного способа инвестирования. Обычно условия инвестирования, включая продажу акций, права инвесторов как акционеров и возможность иметь право голоса в совете директоров компании оговариваются в детально составленном контракте. Также инвесторы private equity часто требуют заключения особых соглашений о продаже акций, так как у них нет возможности просто продать акции, не прошедшие листинг на бирже.

Конечной целью инвестора private equity является прибыльная продажа акций или получение дивидендов, а часто и то, и другое. Для этого необходим рост компании и ее прибыли. В отличие от интересов держателей облигаций или банков, требующих выплаты процентов и возврата основной суммы долга вне зависимости от финансового положения компании, интересы акционеров компании и инвесторов private equity совпадают. В отличие от кредиторов, инвестор private equity не сможет запросто инициировать банкротство компании.

Очевидно, что привлечь подобного рода инвестиции непросто. Компания должна продемонстрировать, насколько она привлекательна для инвесторов. Часто это сложный и длительный процесс. Инвесторам важно убедиться, что их средства будут расходоваться благоразумно, что менеджеры компании — честные люди, что планы роста, которые так просто расписать на бумаге, реалистичны. В этом отношении инвесторы private equity часто критичнее подходят к инвестированию, чем банки и инвесторы рынка облигаций, которые получат купонные платежи и основную сумму долга, даже если компании не удастся полностью выполнить бизнес-план. Инвесторы private equity пострадают, если компания не достигнет запланированных результатов.

Часто банки – организаторы эмиссий позиционируют выпуск облигаций как первый шаг к финансовой публичности для компании, который в конечном итоге приведет к IPO акций. Прямые инвестиции также могут оказаться первым шагом к публичному выпуску акций. Инвесторы private equity требуют права контролировать действия компании и получать соответствующие отчеты, что схоже с правами, гарантированными акционерам при IPO и эмиссии облигаций. Часто требования инвесторов private equity оказываются более жесткими, чем требования публичных инвесторов. Следовательно, прямые инвестиции часто являются первым практическим шагом к рыночному размещению ценных бумаг, даже если подобная перспектива и кажется слишком долгосрочной при текущей конъюнктуре рынка.

Этот дополнительный уровень анализа и контроля (в дополнение к предоставленным инвесторами private equity средствам) часто является решающим аргументом для банков при принятии решения о предоставлении компании кредитных линий. В сделках, проведенных фондом «Квадрига», часто за инвестициями private equity следует обращение к долговым инструментам, что приносит компании больший объем финансирования, чем сами прямые инвестиции.

Сейчас, когда я пишу эти строки, кредитный кризис находится на пике. На сайте Cbonds можно найти информацию об облигациях с объемом эмиссии в несколько миллиардов рублей и более и очень низкой ликвидностью. Некоторые компании близки к дефолту, многие инвесторы рынка облигаций не могут продать свои облигации. Как может помочь прямое инвестирование в подобной ситуации? Это риторический вопрос. Инвесторы private equity часто придерживаются антициклической политики при инвестировании. Многие фонды прямых инвестиций, работающие сейчас в России, начали инвестировать непосредственно сразу после кризиса 1998 года и получили

в результате хорошую прибыль. Для тех из нас, кто настороженно относился к высокой стоимости компаний в 2007 году и ранее, пришло время инвестировать.

Для компаний, которые выпустили облигации и теперь нуждаются в средствах, чтобы погасить эмиссию в течение ближайших месяцев, прямое инвестирование может оказаться хорошим способом рефинансирования. Данное соображение также относится и к банковским кредитам. Сотрудничая с инвестором private equity, компании, которые в перспективе могут столкнуться с дефолтом по кредитам или облигациям, могут избежать этого и получить значительное преимущество перед конкурентами. Те, кто в кризисное время сумеет расширить экономическую базу и увеличить капитал, сможет быстрее использовать рыночные возможности, открывшиеся в результате кризиса. В самом худшем случае им удастся продержаться дольше конкурентов.

Таким образом, неудивительно, что многие фонды private equity сейчас изучают списки эмитентов в поисках особенно высокой доходности, которая указывает на то, что инвесторы рынка облигаций ожидают неприятностей и роста риска в отношении данных компаний. Большинство известных нам инвесторов private equity, включая фонд «Квадрига», не станут пытаться купить данные облигации с враждебными целями, а напротив, будут стремиться к сотрудничеству с компанией для поиска решения потенциальных проблем с ликвидностью, грозящих компании.

Так как прямые инвестиции не регулируются Центральным банком и другими государственными организациями, фонды, подобные «Квадриге», могут действовать быстро и решительно и спасти компанию от дефолта и захвата кредиторами. С другой стороны, для держателей облигаций сотрудничество с фондом прямых инвестиций предоставляет возможность повысить ликвидность в целом неликвидного инструмента.

Таким образом, прямые инвестиции сегодня являются не только альтернативой банковским кредитам и облигациям, но и способом гарантировать выживание многих компаний, которые в ближайшие месяцы столкнутся с критической ситуацией с ликвидностью.