

# 52 | Привлечение инвестиций и корпоративное управление средних компаний

Продолжение статьи «Стратегия развития и корпоративное управление средних компаний» (см. ЖУК № 3 (70) 2007)



**Игорь Беликов**  
директор Российского института директоров (Москва)



**Владимир Вербицкий**  
первый заместитель директора  
Российского института директоров  
(Москва)

В предыдущем номере мы начали разговор о том, что развитие «по инерции», без осмысления стратегии на среднесрочную (два-три года) перспективу, делает средние компании очень уязвимыми ввиду быстро меняющихся условий ведения бизнеса и появления крупных конкурентов в результате консолидации и прихода крупных инвесторов в ряд отраслей. Было показано, что ключевая альтернатива для собственников средних компаний — ориентация на продажу бизнеса в краткосрочной перспективе (полтора-два года) или самостоятельное развитие по крайней мере в течение трех-пяти лет. Каждый стратегический выбор предусматривает свои подходы к построению системы корпоративного управления компании.

**Т**ем, кто взял курс на самостоятельное развитие, следует прежде всего решить вопрос привлечения внешних инвестиций, без которых, как правило, нельзя полностью реализовать возможности, предоставляемые бизнес-средой, и обеспечить устойчивость бизнеса. Да и компаниям, собственники которых предполагают дальнейшую их продажу, часто приходится привлекать внешние инвестиции уже по другим причинам.

В данной статье мы обсудим ключевые проблемы корпоративного управления, которые необходимо решать средним компаниям в зависимости от того, какие виды инвестиций они привлекают.

### Банковские кредиты

Одним из источников средств для развития средних компаний служат кредиты банков. До самого недавнего времени банковский кредит не мог рассматриваться как вид инвестиций и представлял собой инструмент, используемый исключительно для краткосрочного финансирования. Однако за последние полтора-два года ситуация начала меняться и банки стали предоставлять кредиты на более длительный срок, что позволяет использовать их как инвестиционные ресурсы. Пока такую практику ввели у себя немногие банковские учреждения, однако можно ожидать, что при сохранении экономической и финансовой стабильности она получит дальнейшее развитие как в плане увеличения числа банков, готовых предоставлять кредиты на инвестиционные цели средних компаний, так и в плане условий предоставления этих средств.

Что наиболее важно для банка при принятии решения о выдаче кредита средней компании? Разумеется, финансовое состояние потенциального заемщика и его способность предоставить надежное залоговое обеспечение по кредиту. Однако постепенно начинают появляться свидетельства того, что позитивная практика корпоративного управления компании-заемщика при прочих равных условиях дает ей определенные преимущества в отношениях с банками-кредиторами. Наиболее значимыми аспектами практики корпоративного управления компании-заемщика для банка являются прозрачность структуры собственности, наличие на балансе компании ее основных активов, хорошая репутация собственников, эффективная система внутреннего контроля и управления рисками, высокая степень достоверности финансовой отчетности, наличие совета директоров (СД). По мере развития банковского сектора и обострения конкуренции между банками средние компа-

нии постепенно получают возможность выбирать услуги тех или иных банковских учреждений, заставляя их предлагать более выгодные условия<sup>1</sup>.

Представителям среднего бизнеса необходимо тщательно готовиться к переговорам, предварительно проанализировав сильные и слабые стороны своей компании с точки зрения кредитора и предприняв действия, повышающие ее привлекательность в качестве заемщика. Улучшение практики корпоративного управления может стать одним из факторов, обеспечивающих более выгодные условия кредита от банка. В частности, некоторые средние компании идут на такой шаг, как избрание представителя банка, являющегося их важным финансовым партнером, в свой совет директоров. В этом случае представитель банка имеет возможность получить более комплексное представление о компании, ее устойчивости и перспективах развития. Нам известны примеры, когда подобная осведомленность побуждала банк предоставить заемщику кредиты на значительно более благоприятных условиях, так как банк видел очень хорошие перспективы развития компании и был очень заинтересован стать ее долговременным финансовым партнером.

Впрочем, если владельцы бизнеса не хотят избирать представителя банка-кредитора в свой совет директоров, развивать более тесные отношения с банком можно и за счет более интенсивного информирования о деятельности компании, о планах на будущее. Ведь ничто не мешает сообщать в этом плане более подробные сведения, чем предусмотрено в кредитном соглашении, а также периодически приглашать представителя банка на заседания СД, на которых утверждается стратегия развития компании, рассматриваются отчеты о ее реализации, финансовое состояние, выполнение крупных проектов, перспективные новые проекты и т. д. Разумеется, при этом средняя компания должна оценивать репутацию банка на рынке с точки зрения его участия во враждебных поглощениях, пытаться определить, не создает ли раскрытие дополнительной информации серьезные риски, не аффилирован ли банк с какой-то крупной финансово-промышленной группой, заинтересованной выступить одним из центров консолидации в отрасли, где работает компания.

Меры по улучшению корпоративного управления могут быть особенно полезным инструментом для средней компании в ее отношениях с банками, если она заинтересована в получении не только кредитов, но и других финансовых услуг банка — таких как его участие в организации выпуска и/или размещении векселей, облигаций, акций новых эмиссий, проведение факторинговых операций.

<sup>1</sup>Например, банковская группа ТРАСТ начала реализацию комбинированной программы для средних компаний, в рамках которой коммерческий банк ТРАСТ открывает средней компании кредитную линию без предоставления ею залога, а инвестиционный банк ТРАСТ приобретает пакет акций компании — от 25 до 49%. — Подробнее см.: Компания, 2006, № 47, с. 67.

## Заграница нам поможет

За последние несколько лет серьезно расширились возможности получения российскими компаниями кредитов от международных финансовых организаций, работающих в России, — Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР) и Международной финансовой корпорации (МФК). В 2004 г. ЕБРР выдал кредиты выданы кредиты 51 российской компании на общую сумму 1,2 млрд евро. В 2005 и 2006 гг. общая сумма выданных кредитов и число получивших их компаний выросли еще больше. По итогам завершившегося в июне 2005 г. для МФК финансового года Россия вышла на первое место среди стран — клиентов МФК, оттеснив Бразилию и Индию. К середине 2005 г. Международная финансовая корпорация вложила в проекты в России 1,5 млрд долл. Эту сумму обеспечили не несколько масштабных проектов, а большое число средних по размеру инвестиций. В последующие годы МФК расширила свою кредитную активность в России. Если поначалу корпорация предоставляла инвестиции преимущественно иностранным компаниям, работающим в России, и компаниям, принадлежащим иностранным собственникам, то в 2006 г. более 75% инвестиций пришлось на долю российских организаций.

В декабре 2002 г. Челябинский трубопрокатный завод (ЧТПЗ) получил от ЕБРР кредит на реконструкцию: 50 млн долл. сроком на 6,5 лет, а в 2004 г. — синдицированный кредит, организованный ЕБРР по ставке *LIBOR* + 4,75%, на покупку 57,2% акций Первоуральского трубного завода: 190 млн долл. сроком на 6 лет.

В 2003 г. ЕБРР выдал кредит косметическому концерну «Калина» (Екатеринбург) на 5 лет по ставке *LIBOR* + 4,75%.

В 2004 г. ЕБРР открыл трехлетнюю кредитную линию «Кубаньагропроду» (оборот в 2004 г. — 40 млн долл.) на 7,327 млн. евро по ставке *LIBOR* + 5% на закупку соевых бобов для производства соевого жмыха и масла.

В сентябре 2005 г. МФК предоставит кредит в 20 млн долл. ЗАО «Проф-медиа» на развитие сети многозальных кинотеатров «Синема Парк».

**При оценке российской компании как потенциального заемщика и ЕБРР, и МФК обращают существенное внимание на ее практику корпоративного управления. Оценка этой практики входит в методику оценки рисков заемщика указанными финансовыми институтами.**

Кредит от ЕБРР или МФК означает для средней компании не только получение финансовых средств. Как правило, это свидетельствует и об общем позитивном эффекте для развития компании — в частности, по следующим направлениям:

- высокая степень готовности для привлечения других зарубежных инвесторов (повышение эффективности внутренних управленческих процессов, внедрение регулярной финансовой и управленческой отчетности по международным стандартам, получение кредитного рейтинга, сертификация производимых товаров или услуг и пр.);
- возможность получения консультационной поддержки от МФК и ЕБРР для повышения эффективности ключевых управленческих процессов (стратегия, маркетинг, логистика, финансовый менеджмент и пр.);
- возможность получения поддержки от МФК и ЕБРР в деле привлечения новых инвесторов;
- опыт ведения переговоров с международными инвесторами и поддержания отношений с ними после получения инвестиций;
- повышение привлекательности компании для зарубежных и российских кредиторов.

Предоставив кредит средней российской компании, ЕБРР и МФК нередко проявляют заинтересованность и в приобретении пакета ее акций на определенный период с целью предоставить ей не заемные, а долевыми средствами для развития.

В 2005 г. МФК выдал кредит в 10 млн долл. и приобрел на 10 млн долл. акций ОАО «Нарзан» (Минеральные Воды).

В 2007 г. ЕБРР и МФК совместно приобрели 25% плюс одна акция дальневосточного Примсоцбанка.

## Облигационные заимствования

Еще один инструмент привлечения средними компаниями долговых средств для инвестиционных целей — выпуск облигаций.

Конечно, российский облигационный рынок в своей основе является рынком крупного бизнеса. Однако и средние компании имеют возможность использовать данный сектор для привлечения средств на период обычно до трех, реже — четырех лет; по мнению экспертов, этот срок в будущем увеличится. Уже в настоящее время на рынке облигаций работают такие средние компании, как ОАО «ИНПРОМ» (Таганрог), ЗАО «Готэк» (Железногорск, Курская обл.), ООО «Группа ЛСР» (Санкт-Петербург), ООО «Искитимцемент» (Новосибирск), ОАО «Машиностроительный завод "Арсенал"» (Санкт-Петербург), строительная группа «Камская долина» (Пермь), ЗАО «Русский продукт», ОАО «Русский текстиль», лизинговая компания «Открытие» (Ханты-Мансийск), ЗАО «Сальмон Интернешенел», ОАО «Пава» (Барнаул), «Югтранзитсервис» (Таганрог).

Среди основных преимуществ облигаций по сравнению с банковскими кредитами можно выделить следующие:

- широкая инвестиционная база (участие большого круга инвесторов), отсутствие зависимости от одного кредитора;

- возможность привлечения средств без ликвидного залога;
- возможность досрочного выкупа облигаций и снижение цены обслуживания долга;
- возможность организовать серию облигационных займов, что позволит увеличить срок привлечения средств путем рефинансирования платежей по одной серии займа выпуском новой серии;
- возможность использования облигаций как инструмента при защите от враждебных поглощений (например, с условием погашения по номинальной стоимости сразу после перехода контрольного пакета акций к другим собственникам или при приобретении новыми собственниками пакета акций компании сверх определенного объема);
- предложение более гибких условий кредиторам и формирование истории публичных заимствований.

Однако облигационный заем обладает и некоторыми недостатками в сравнении с банковским кредитом. К их числу относятся:

- сложность и длительность подготовки и регистрации эмиссии облигаций;
- большие накладные расходы: при привлечении кредита компания несет только процентные расходы, а при выпуске облигаций помимо процентов появляются дополнительные издержки, которые иногда достигают 2—3% от объема эмиссии).

Ставки процентных выплат по облигациям и банковским кредитам могут быть одинаковы, а временами средняя компания может получать средства по банковскому кредиту по ставке ниже, чем через выпуск корпоративных облигаций. Однако в этом случае остаются весьма значимыми иные, непроцентные преимущества корпоративных облигаций. И, что главное, выпуск облигации, как правило, является неотъемлемым компонентом комплексной стратегии компании по привлечению инвестиций, включающей вывод ее акций на фондовый рынок.

В соответствии с нормативными актами ФСФР<sup>2</sup> и правилами листинга бирж для включения облигаций компаний в котировальные списки эмитенты должны соответствовать определенным требованиям, касающимся сроков существования компании, структуры ее акционерного капитала, результатов финансовой деятельности, показателей сделок с облигациями на бирже, а также определенным стандартам в области корпоративного управления. В табл. 1 отражены требования, предъявляемые к практике корпоративного управления компаний в зависимости от включения их облигаций в тот или иной котировальный список.

Таблица 1. Требования, предъявляемые эмитенту

Требование	Котировальный список А1 и А2	Котировальный список Б
Эмитентом должен быть сформирован совет директоров (СД)	+	-
В СД эмитента — за исключением эмитентов, единственным участником (акционером) которых является РФ, — должно быть не менее одного независимого члена совета директоров	+	-
В СД эмитента должен быть сформирован комитет по аудиту, возглавляемый независимым директором	+	-
Во внутренних документах эмитента должны быть предусмотрены обязанности членов СД, топ-менеджеров, управляющей компании и ее должностных лиц по раскрытию информации о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и/или покупке ценных бумаг эмитента	+	-
СД эмитента должен утвердить документ по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними	+	-
СД эмитента должен утвердить документ, определяющий процедуры внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента	+	-
Эмитенты, которые не являются АО, должны соблюдать положения нормативных правовых актов ФСФР, определяющие требования к раскрытию информации АО	+	-

Таблица 2. Доходность облигаций, включаемых в котировальные списки А и Б

Котировальный список	Средняя доходность, % годовых
А 1-го уровня	7,5
А 2-го уровня	8,91
Б	8,33

Как видно из таблицы, для включения облигаций компании в котировальный список А ей необходимо иметь более серьезную практику корпоративного управления. Однако выпуски облигаций, включенных в более высокий листинг, как правило, пользуются повышенным доверием инвесторов и характеризуются более низкой доходностью, а следовательно, более низкими затратами на обслуживание займа (табл. 2).

Таким образом, принятие более высоких стандартов корпоративного управления даже в случае выпуска облигаций несет вполне ощутимую финансовую выгоду.

\* \* \*

*Авторы выражают признательность за предоставленные для статьи материалы и за участие в ее подготовке: Екатерине Герус, вице-президенту направления корпоративных финансов ФК «УРАЛСИБ», Глебу Давидюку, партнеру скандинавского фонда прямых инвестиций Mint Capital, Игорю Ладыгину, директору компании «Брокеркредитсервис Консалтинг».*



*Продолжение следует.*

<sup>2</sup> Приказ ФСФР от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»; приказ № 06-68/пз-н от 22 июня 2006 г. «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг»; приказ № 06-4/пз-н от 12 января 2006 г. «О внесении изменений в Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг».