



Ольга Гороховская
Альфа-банк, канд. экон. наук



Оксана Клыпина
Альфа-банк



СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ИСТОЧНИКОВ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Если в западных странах долговое финансирование давно играет важную роль в развитии корпоративного бизнеса, то еще 2–3 года назад долговые инструменты в России были гораздо менее востребованы по сравнению с долевыми ценными бумагами, а потребности компаний в заемных средствах удовлетворялись в основном за счет банковских кредитов. Однако по мере преодоления последствий кризиса 1998 г., подорвавшего доверие к кредитоспособности российских корпоративных эмитентов, их возможности по привлечению заемных средств существенно расширились.

В настоящее время компания, планирующая использовать заемный капитал, может выбирать между рублевым рынком (векселя, рублевые облигации, рублевые кредиты) и валютным рынком (кредитные ноты, еврокоммерческие бумаги, еврооблигации и валютные кредиты) (см. рисунок).

Банковское кредитование остается наиболее популярным способом привлечения средств для российских компаний,

его доля в общем объеме долгового финансирования составляет в настоящее время не менее 85–90%. Кредиты остаются единственным вариантом для небольших компаний, чьи размеры капитала не позволяют выходить на публичные рынки. Для средних компаний кредитование под залог помогает существенно снизить стоимость заимствования, а крупные компании привлекают синдицированные кредиты в объеме, который порой сложно

привлечь с рынка капитала единовременно.

С точки зрения эффективности управления долгом, банковские кредиты заметно уступают выпуску долговых бумаг. Компания, остановив свой выбор на ценных бумагах, должна определиться с видом долгового инструмента, валютой займа, а также с рынком, на котором предполагается проводить размещение. Ответ на эти вопросы зависит от качества эмитента,

его текущей потребности в заемных средствах, стабильности денежных потоков, наличия и объемов экспортной выручки, как следствие, подверженности валютным рискам и т. п. В то же время существует и ряд основополагающих факторов, которые необходимо принимать во внимание при выборе конкретного типа ценной бумаги.

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК

Синдцированные кредиты обычно привлекаются под залог и организуются

ны, доходность по кредитным нотам выше, чем по еврооблигациям эмитентов аналогичного кредитного качества. С другой стороны, приобретение кредитных нот дает инвесторам возможность снизить среднюю срочность валютного портфеля, поскольку стандартный срок обращения кредитных нот составляет обычно 18–24 мес., что короче сроков обращения большинства российских корпоративных еврооблигаций. Вместе с тем ликвидность вторичного рынка кредитных нот остается крайне низкой.

РУБЛЕВЫЙ РЫНОК: ЧЕМ ОН ХОРОШ?

Специфика текущей ситуации на российском финансовом рынке заключается в усилении ревальвационных ожиданий. Такой прогноз вызван массивным притоком в страну нефтедолларов, активными международными заимствованиями российских компаний, а также ожиданиями скорого присвоения РФ инвестиционного статуса агентством S&P, дающего «зеленый свет» для активизации вложе-

Таблица 1. СПОСОБЫ ПРИВЛЕЧЕНИЯ СРЕДСТВ НА ВАЛЮТНОМ РЫНКЕ

ТРЕБОВАНИЯ	Синдцированные кредиты	Еврокоммерческие бумаги	Еврооблигации	Кредитные ноты
Инвесторы	+	+	+++	++
	(несколько крупных банков)	(частное размещение)	(самый широкий круг инвесторов)	(широкий круг инвесторов)
Публичность	-	+	++	+
Обеспечение	+	-	-	-
			(хотя появляются выпуски, обеспеченные контрактами (Газпром), потоками по кредитным картам (Росбанк))	
Документация	+	+++	+++	+
	(стандартное обновление отчетности)	(меморандум с ежегодным обновлением)	(меморандум с ежегодным обновлением)	(стандартизованная, обновление не требуется)
Накладные расходы	+	+++	++++	++
	(низкие)	(высокие)	(очень высокие)	(средние)
Гибкость	-	++	+	++
	(отсутствует)	(выпуск траншами в рамках зарегистрированной программы, любой объем транша)	(большой пороговый объем выпуска)	(возможен выпуск траншами, небольшой пороговый объем выпуска)
Объем	Любой	Любой	100–1000 млн долл.	20–100 млн долл.
Срок привлечения средств	1 год с правом пролонгации на 0,5–1 год	До 1 года	3–5 лет, максимум – 10 лет	До 2 лет
Вторичный рынок	-	+	+++	++
	(отсутствует)	(практически неликвидный)	(ликвидный)	(ограничено ликвидный)
Сроки подготовки	1–9 мес	До года	До года	От 2 мес.

крупными банками. Как правило, еврооблигации и коммерческие бумаги выпускаются крупнейшими компаниями высокого кредитного качества и предполагают очень высокую степень раскрытия информации (табл. 1). Кроме того, по коммерческим бумагам и еврооблигациям необходимо ежегодно производить обновление информации, если программа заимствований рассчитана на несколько лет. Основные преимущества кредитных нот заключаются в отсутствии жестких требований к раскрытию информации и обеспечения, а также в расширении инвестиционной базы при относительно небольшом пороговом размере выпуска (от 20–30 млн долл.) и достаточно быстрых сроках реализации проекта (1,5–2 мес.). При этом кредитные ноты являются инвестиционно привлекательным инструментом. С одной сторо-

В таких условиях возможность эмитента по управлению рыночным долгом существенно ограничивается, а компенсация за недостаточную ликвидность приводит к удорожанию стоимости заимствований по сравнению с еврооблигациями на 100–150 б. п. при сопоставимых сроках обращения (табл. 1).

ний иностранного капитала в российские активы. В случае реализации такого сценария естественной реакцией российского рынка рублевых облигаций может стать падение доходностей в результате переоценки инвесторами привлекательности рублевых вложений, что предоставит корпоративным эмитентам возможность при-

Банковское кредитование остается наиболее популярным способом привлечения средств для российских компаний, его доля в общем объеме долгового финансирования составляет в настоящее время не менее 85–90%.



влечения займов на внутреннем рынке по низким ставкам. Такое развитие событий наиболее благоприятно для компаний, ориентированных на внутренний спрос, экспортная составляющая выручки которых невелика.

Наиболее важным преимуществом рублевых облигаций является наличие ликвидного биржевого вторичного рынка, предоставляющего эмитенту больше возможностей по управлению ликвидностью и регулированию объема текущей задолженности.

В-третьих, выход облигаций на рынок обеспечивает заемщику формирование публичной кредитной истории, расширяющей круг потенциальных инвесторов. И, наконец, ставки на облигационном рынке, особенно в периоды восходящего ценового тренда, ниже, чем ставки по банковским кредитам, в силу инертности рынка банковского кредитования.

Кроме того, рынок еврооблигаций пока остается закрытым для небольших предприятий. В частности, высокая стоимость организации валютного займа,

облигации или привлекать синдицированные кредиты по приемлемым ставкам. С этой точки зрения рынок корпоративных облигаций предлагает широкие возможности, особенно для компаний «второго» и «третьего эшелона», присутствие которых на облигационном рынке возросло с 3% от общего количества выпусков в 2001 г. до более 15% в 2004 г.

Более того, премия к суверенной кривой для одного и того же заемщика при неизменном уровне кредитного риска не остается постоянной при различных валютах займа. Так, на практике спред доходностей корпоративных еврооблигаций к внешнедолговым обязательствам РФ часто оказывается выше соответствующей премии в ставках корпоративных рублевых облигаций к рынку ОФЗ (табл. 2). Такие ценовые диспропорции могут отражать индивидуальный валютный риск корпоративных эмитентов, возникающий в результате необходимости проводить платежи в обслуживание займа в иностранной валюте.

Однако у еврооблигационных выпусков есть также ряд серьезных преимуществ, обеспечивающих их популярность у широкого круга эмитентов. Наряду с крупным объемом долгового финансирования, выпуск еврооблигаций позволяет привлекать «длинные» деньги: размещение бумаг со сроком обращения 3–5 лет является распространенной практикой при внешнедолговых заимствованиях. Напротив, корпоративный рублевой рынок в настоящий момент не готов абсорбировать выпуски с дюрацией более 2 лет без существенной премии при первичном размещении.

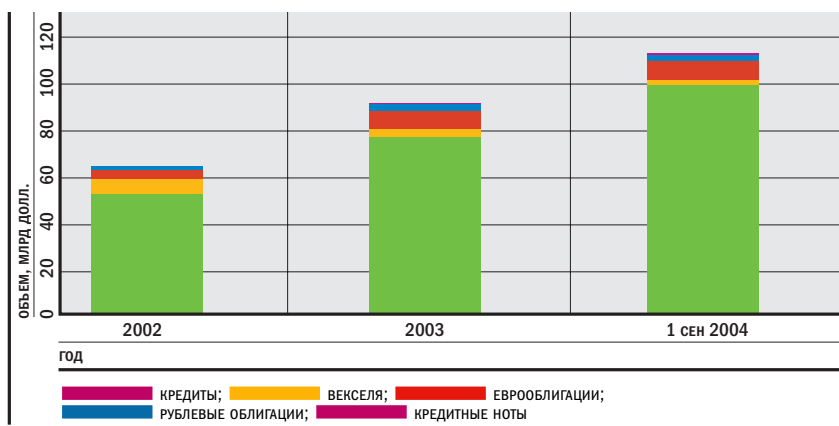
Далее, позиционирование исключительно на внутреннем рынке в большинстве случаев ограничивает круг потенциальных инвесторов отечественными банками и инвестиционными компаниями. Причиной этого является наличие дополнительных ограничений на приток средств нерезидентов в виде российского валютного законодательства, требующего от иностранного инвестора резервирования 3% от суммы сделки на срок 365 дней. Подобный «барьер» наряду с динамикой валютного курса может обеспечивать премию в валютной доходности рублевых инструментов по сравнению со ставками на рынке еврооблигаций. ■

Таблица 2. СТОИМОСТЬ ЗАЙМОВ В РУБЛЯХ И ВАЛЮТЕ ДЛЯ КРУПНЕЙШИХ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ*

Компания	Еврооблигации			Рублевые облигации		
	Срок, годы	УТМ, %	Спред к суверенным еврооблигациям, б. п.	Срок, годы	УТМ/УТР, %	Спред к ОФЗ, б. п.
Газпром	2,5	4,90	85	1,0	6,29	85
ТНК	3,0	5,86	161	2,1	6,55	114
АЛРОСА	3,5	7,71	306	1,0	6,76	125
ВТБ	4,1	5,70	78	1,3	6,99	126
ВымпелКом	4,6	7,72	455	1,5	7,95	292
ММК	4,0	7,66	278	0,5	7,18	274

* По состоянию на 2 ноября 2004 г.
Источник: Оценки Альфа-Банка.

ИСТОЧНИКИ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ



Источник: ММВБ, Блумберг, ЦБР, оценки Альфа-банка.

Во-первых, размещение облигаций позволяет более гибко управлять ликвидностью, так как предоставляет возможность регулировать объем основной суммы долга через механизм встроенных опферт и выкуп на вторичном рынке.

Во-вторых, такой способ привлечения средств позволяет снижать стоимость обслуживания долга с помощью установления ставок купонов на последующие купонные периоды уже в процессе обращения облигаций, а также применения «плавающей» ставки купона.

подготовка отчетности по международным стандартам, а также предпочтительное наличие рейтинга международного агентства делают такое финансирование доступным лишь для крупнейших компаний, в основном занятых в добывающих отраслях (нефть, газ, алмазы), финансовой сфере или телекоммуникациях. Клиентоориентированные компании, такие как розничные сети, строительные фирмы, а также предприятия, производящие потребительские товары, пока не могут массово размещать евро-