

ПУТИ СНИЖЕНИЯ УРОВНЯ ФИНАНСОВЫХ РИСКОВ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ И ЗАЕМЩИКОВ В УСЛОВИЯХ ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА

Е.А. Иноземцева

В статье рассматриваются пути возможного снижения уровня финансовых рисков для инвесторов и заемщиков в случае использования, в качестве альтернативной формы привлечения заемного капитала, облигационного займа.

Ключевые слова: финансовые риски, инвесторы, заемщики, заемный капитал, облигационный заем, кредит, финансовые ковенанты.

Реализация масштабных инновационных проектов, как правило, требует привлечения долгосрочных заемных источников финансирования. Между тем, риски, присущие таким инвестициям, слишком высоки для большинства российских инвесторов, а зарубежные инвесторы весьма ограничены в выборе инструментов долгосрочного инвестирования в российские компании.

Существуют несколько форм привлечения заемного капитала. Российские компании чаще всего прибегают к форме банковского кредитования или лизинга. Остальные формы привлечения капитала, такие как: облигационные и вексельные займы, проектное финансирование, используются сравнительно редко.

Между тем, экономический кризис вызвал резкий рост ставок по кредитам. Одновременно, банки не только ужесточили требования к заемщикам, но и стали навязывать последним обязательства по расчетно-кассовому обслуживанию компаний, включая «зарплатные» проекты и проведение оборотов по счетам в банке-кредиторе. Стремление кредитных организаций снизить свои инвестиционные риски вполне оправданно. В сложившихся условиях российские предприятия, имеющие потребность в привлечении заемного капитала, стали искать пути повышения своей инвестиционной привлекательности и предлагать финансовому рынку инструменты, дающие инвесторам максимальные гарантии на возврат вложенных средств. Таким универсальным инструментом, отвечающим требованиям как инвесторов, так и заемщиков, стали облигационные займы.

Рассмотрим условия предоставления кредита и размещения облигационного займа, приведенные в табл. 1.

Таблица 1

Условия предоставления кредита и размещения облигационного займа

Параметр	Банковское кредитование	Облигационный заем
Срок	до 5–7 лет	до 15 лет
Ставка, % годовых	12–15 %	9–11 %
Финансовые ковенанты	Чистая стоимость материальных активов, которая определяется как стоимость активов минус стоимость обязательств компании. Данный ковенант позволяет определить стоимость компании-эмитента;	Просрочки исполнения эмитентом своих обязательств по выплате купонного дохода по облигациям выпуска более чем на семь рабочих дней с даты выплаты соответствующего купонного дохода, установленного в соответствии с Решением о выпуске ценных бумаг и Проспектом ценных бумаг;

Окончание таблицы

Параметр	Банковское кредитование	Облигационный заем
	<p>коэффициент привлеченных средств в виде отношения величины заемных средств к чистой стоимости материальных активов компании. Данный ковенант показывает способность заемщика своевременно погашать свои обязательства;</p> <p>коэффициент ликвидности, представляющий отношение величины текущих активов к величине текущих обязательств компании. Данный ковенант показывает возможные проблемы с движением денежных средств заемщика;</p> <p>коэффициент покрытия процентов, представляющий собой отношение размера платежей по процентам за определенный период к EBITDA (аналитический показатель, равный объему прибыли до вычета расходов по процентам, уплаты налогов и амортизационных отчислений). Данный показатель позволяет определить, имеет ли эмитент возможность осуществлять погашение обязательств за счет своей прибыли</p>	<p>просрочки исполнения эмитентом своих обязательств по выплате купонного дохода по любым облигациям эмитента, выпущенным эмитентом на территории Российской Федерации, более чем на семь рабочих дней с даты выплаты соответствующего купонного дохода, установленного в соответствии с Решением о выпуске ценных бумаг и Проспектом ценных бумаг, устанавливающих условия выпуска, обращения и погашения соответствующих облигаций эмитента;</p> <p>объявления эмитентом своей неспособности выполнять финансовые обязательства в отношении облигаций настоящего выпуска или в отношении иных облигаций, выпущенных эмитентом на территории Российской Федерации;</p> <p>просрочки более чем на тридцать рабочих дней эмитентом своих обязательств по погашению (в том числе досрочному погашению) любых облигаций, выпущенных эмитентом на территории Российской Федерации;</p> <p>предъявления к досрочному погашению по требованию их владельцев других облигаций эмитента и/или облигаций, обеспеченных поручительством эмитента, включая, без ограничений, рублевые, валютные и еврооблигации, как уже размещенные, так и размещаемые в будущем;</p> <p>делистинга облигаций настоящего выпуска на всех фондовых биржах, включивших эти облигации в котировальные списки, при условии, что такие облигации предварительно были включены в котировальный список «В» на любой из фондовых бирж;</p> <p>исключения облигаций настоящего выпуска из Ломбардного списка Банка России и/или списка ценных бумаг, принимаемых в обеспечение Банком России по сделкам прямого РЕПО (сделка продажи с обязательством обратной покупки)</p>
Дополнительные условия	Расчетно-кассовое обслуживание, «зарплатные» проекты, проведение оборотов по счетам в банке-кредиторе	Нет

Проводя сравнение текущих условий размещения облигаций на открытом рынке и стоимости двустороннего банковского кредитования, можно констатировать, что в настоящее время заемный капитал, привлеченный через размещение облигационного займа, имеет ряд существенных преимуществ относительно банковского кредита.

Следует отметить, что в России рынок долгосрочного необеспеченного рублевого кредитования (на срок до 10 лет) по-прежнему отсутствует, а ставки по среднесрочным кредитам без обеспечения составляют 12–15 % годовых. Кроме того, по существующей практике условиями кредитных договоров на заемщика накладываются дополнительные обязательства: финансовые ковенанты, нарушение которых дает право кредиторам досрочного истребования долга, и обременительные обязательства по расчетно-кассовому обслуживанию, включая зарплатные проекты и проведение оборотов по счетам в банке-кредиторе. Для большинства заемщиков такие «кабальные» условия в период экономического спада стали неприемлемы.

В тоже время, размещение облигаций сроком обращения 10–15 лет возможно со ставкой 9–11 %. Одновременно, размещение облигационного займа дает компании возможность:

- привлечения значительных объемов денежных средств на выгодных условиях на длительный срок. Для эмитента с высоким кредитным рейтингом размещение облигаций сроком обращения 3 года возможно со ставкой купонного дохода около 9,5–12 % годовых, а по облигациям со сроком 5–7 лет от 9 до 13 %;

- учета реальной экономической обстановки и состояния финансового рынка;
- оперативного управления структурой и объемом задолженности;
- сохранения финансовой независимости от одного или нескольких кредиторов перед другими средствами привлечения капитала.

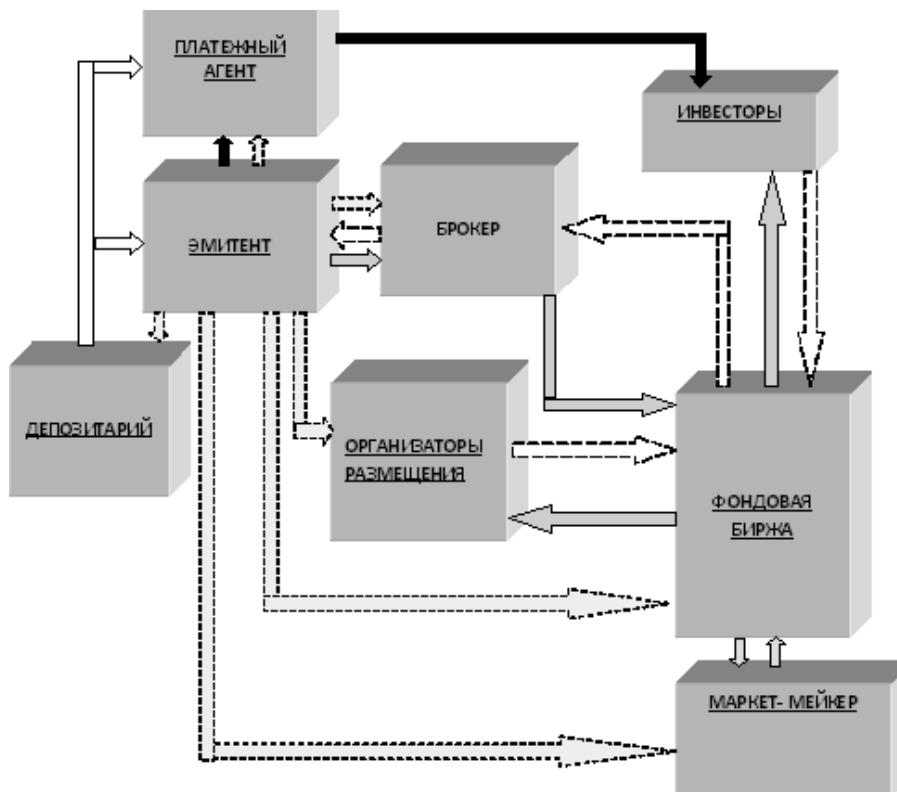
Кроме того, перед проведением размещения облигаций компания-эмитент имеет возможность провести маркетинговое исследование и заранее определить не только наиболее оптимальные параметры размещения, такие как объем размещения, ставка купона, срок обращения ценной бумаги, возможности досрочного выкупа по усмотрению эмитента или инвестора и пр.

Хотя размещение облигаций также предусматривает определенные ограничительные финансовые условия и случаи, при наступлении которых владелец облигаций будет иметь право требовать приобретения ценных бумаг и выплаты ему накопленного купонного дохода, однако такие условия не навязываются заемщиком, а определяются компанией-эмитентом.

Видно, что достаточный для размещения облигационного займа перечень договорных обязательств не включает большинство из перечисленных в табл. 1 ограничений, связанных с уровнем платежеспособности и финансовой устойчивости компании. Отсутствие такой необходимости объясняется, прежде всего, присутствием на фондовом рынке таких регуляторов, как биржи (ФБ ММВБ, РТС), депозитарных компаний и Федеральной службы по финансовым рынкам, а также других профессиональных участников финансового рынка, схема взаимодействия которых в процессе размещения облигаций представлена на рис. 1.

Рассмотрим схему процесса размещения облигационного займа. Участниками показанного на рисунке процесса являются: эмитент, организаторы размещения, фондовая биржа, платежный агент, брокер, депозитарий, маркет-мейкер, а также инвесторы. Определим функции каждого из них в процессе размещения облигационного займа.

Эмитент – компания, выпускающая свои долговые обязательства (облигации) на фондовый рынок и несущая обязательства по этим ценным бумагам. В эмиссионных документах выпуска (Проспект ценных бумаг, Решение о выпуске ценных бумаг) эмитент предусматривает: объем займа, номинал каждой ценной бумаги, срок облигационного займа, порядок размещения, порядок выплаты купона и погашения ценных бумаг и др. Перед размещением эмитент должен определить основные рыночные характеристики облигаций: ставку процента (куpona) и порядок ее определения, порядок размещения (путем закрытой или открытой подписки), возможность досрочного погашения облигаций по усмотрению эмитента или владельцев ценных бумаг и пр.



Условные обозначения:

- оплата услуг;
- движение облигаций;
- выплата купона, погашение облигаций;
- поступление денежных средств от размещения облигаций;
- предоставление списка владельцев облигаций.

Рис. 1. Схема процесса размещения облигационного займа

Организаторы размещения — юридическое лицо (банк, инвестиционная компания), которое берет на себя сопровождение всего процесса размещения облигаций. Организаторы размещения информируют инвестиционное сообщество о предстоящем размещении облигаций, проводят маркетинг выпуска облигаций с целью привлечения максимального количества инвесторов. Выбор организаторов размещения должен осуществляться, исходя из его опыта работы в области подготовки и размещения эмиссий корпоративных облигаций. Уровень профессионализма оказываемых организаторами услуг зависит от того, сколько эмиссий уже было ими размещено. Другим важным критерием качества работы является уровень доходности при размещении облигаций. При прочих равных условиях организаторы всегда должны стремиться разместить облигации клиента с возможно более низкой доходностью.

Фондовая биржа — организатор торгов, предметом деятельности которого являются обеспечение необходимых условий нормального обращения ценных бумаг, определение их рыночных цен и распространение информации о них, поддержание высокого уровня профессионализма участников рынка ценных бумаг.

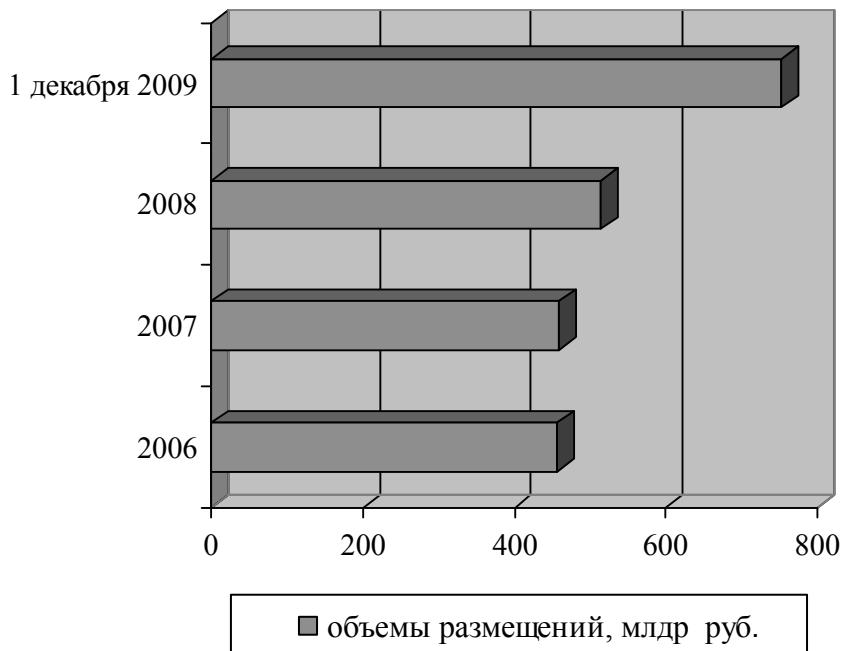


Рис. 2. Объемы первичных размещений облигаций на ФБ ММВБ

Платежный агент — банк, который осуществляет от имени и за счет эмитента платежи по выплате номинальной стоимости облигаций при их погашении и платежи по выплате купонного дохода владельцам облигаций и (или) их номинальным держателям.

Брокер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, который в период размещения облигаций от имени эмитента ценных бумаг собирает реестр заявок инвесторов на приобретение ценных бумаг и осуществляет их удовлетворение в режиме торгов фондовой биржи.

Депозитарий — профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность. Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и (или) учету перехода прав на ценные бумаги. Депозитарий предоставляет эмитенту и (или) платежному агенту списки владельцев ценных бумаг, в адрес которых должны быть переведены денежные средства в счет уплаты купонного дохода или погашения номинальной стоимости облигаций.

Маркет-мейкер — профессиональный участник рынка ценных бумаг (как правило, банк или инвестиционная компания), предоставляющий эмитенту услуги по поддержанию обращения облигаций путем выставления (подачи) безадресных заявок на покупку и продажу облигаций от своего имени (двусторонних котировок в отношении облигаций) в систему торгов фондовой биржи, в течение основной торговой сессии каждого торгового дня.

Инвесторы — лицо или организация (в том числе компания, государство и т. д.), совершающее вложения капитала в облигации компании-эмитента.

Достоинства облигационных займов заметили и российские компании например, ОАО «Мечел», ОАО «РЖД», ОАО «Северсталь», ОАО «Газпром», АФК «Система» (ОАО) и другие. Сложившиеся экономические условия заставили предприятия искать альтернативные пути получения дешевого долгосрочного капитала. В результате многие приняли решение о выходе на отечественный фондовый рынок. Это подтверждают и данные организаторов торговли цennыми бумагами. Так, если на Фондовой бирже ММВБ в 2006–2007 гг. было размещено облигационных займов на сумму 456 и 458 млрд руб. соответственно, то в 2008 г. — 130 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму 514,6 млрд руб., а с января по декабрь кризисного 2009 г. было осуществлено 97 выпусков корпоративных облигаций на 629,1 млрд

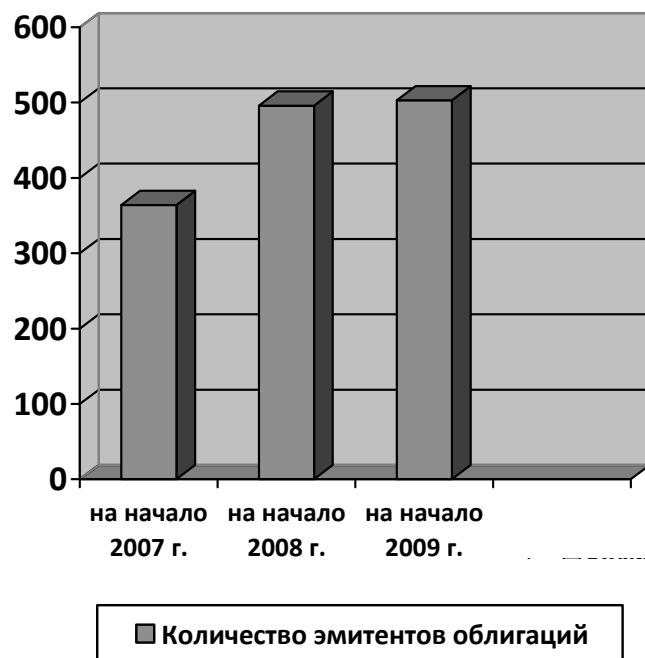


Рис. 3. Динамика роста количества эмитентов облигаций на ФБ ММВБ

руб., 6 выпусков региональных облигаций на 34,8 млрд руб., 21 выпуск биржевых облигаций 12 эмитентов объемом 88,6 млрд руб. (см. рис. 2).

По данным биржи ММВБ, растут не только количество и объемы размещений, но и число компаний-эмитентов, выходящих на рынок (см. рис. 3).

Таким образом, в период экономического кризиса, в целях снижения уровня финансовых рисков для инвесторов и заемщиков, используются альтернативные банковскому кредиту формы привлечения заемного капитала, в частности, такой финансовый инструмент, как облигационный заем. Он позволяет инвесторам получить максимальные гарантии возврата вложенных средств, при этом заемщик имеет возможность не только привлечь долгосрочный заемный капитал с выгодной ставкой процента, но самостоятельно определить предлагаемые финансовому рынку ограничительные условия, при наступлении которых инвестор будет иметь право требовать досрочного погашения долга.

Список литературы

1. Посткризисное состояние рынка облигаций на ММВБ. Режим доступа: <http://www.cbonds.info/rus/bondcongress/spb2009/agenda.phtml>.
2. Облигации – альтернатива кредиту. Режим доступа: <http://www.fd.ru/reader.htm?id=1243>.
3. Как выпустить облигации: советы не только для богатых. Режим доступа: <http://www.fd.ru/reader.htm?id=1315B0>.