

Долговые инструменты фондирования транспортных лизинговых компаний



Тарасов Алексей Аркадьевич – кандидат экономических наук, Executive MBA, эксперт по корпоративным финансам, Москва, Россия.*

Алексей ТАРАСОВ

Целью исследования является анализ всего комплекса вопросов, связанных с привлечением корпоративного финансирования на рынке долгового капитала, включая описание таких структурных особенностей финансирования лизинговых компаний, как валюта финансирования, использование финансовых инструментов с фиксированной процентной ставкой, необходимость соответствия активов и пассивов компании, с точки зрения срочности.

В статье рассматриваются долговые стратегии российских лизинговых компаний, специализирующихся на транспортных средствах. Организация привлечения финансирования транспортными лизинговыми компаниями имеет важное значение для развития всей транспортной отрасли России. Анализируются двусторонние банковские кредиты, инструменты международных банков развития, синдицированные

кредиты и выпуски рублёвых облигаций, описываются структурные элементы, инвесторы и транзакционные особенности. Для каждого финансового инструмента приведён пример реализации сделки на практике. Сравниваются основные финансовые инструменты, выявляются основные преимущества и недостатки при их использовании для целей корпоративного финансирования.

Методы исследования основаны на структурном подходе к финансированию, который базируется на соответствии финансовых инструментов и целей использования денежных средств (включая пополнение оборотного капитала, рефинансирование, капитальные затраты).

Основной вывод статьи состоит в том, что для лизинговых компаний оптимальным финансовым решением является формирование структуры капитала комбинированием кредитов и облигаций.

Ключевые слова: транспорт, фондирование транспортных лизинговых компаний, лизинг транспортных средств, кредиты, облигации, международные банки развития.

*Информация об авторе:

Тарасов Алексей Аркадьевич – кандидат экономических наук, Executive MBA, эксперт по корпоративным финансам, Москва, Россия, alexey.tarasov@outlook.com.

Статья поступила в редакцию 25.05.2019, принята к публикации 02.10.2019.

For the English text of the article please see p. 122.

ВВЕДЕНИЕ

Компании транспортной отрасли являются активными пользователями услуг лизинговых компаний. Лизинг предоставляет возможность увеличивать парк транспортных средств без существенных разовых инвестиций. При лизинговой операции лизинговая компания приобретает у производителя транспортные средства и передаёт их в пользование транспортной компании. За этим следует дальнейший выкуп и полный переход в собственность объекта лизинга. Используя инструменты лизинга, транспортные компании достигают оптимизации краткосрочного оборотного капитала и долгосрочных инвестиционных расходов.

В мировом масштабе лизинг транспортных средств является одним из ключевых элементов финансового рынка. Так общий объём рынка лизинга самолётов оценивается более чем в 200 млрд долл. США. В качестве примеров недавних сделок на рынке корпоративного контроля можно привести следующие. В марте 2016 г. было объявлено, что крупнейшая японская банковско-финансовая корпорация Mitsubishi UFJ Financial Group достигла соглашения касательно приобретения у немецкого DZ Bank бизнеса по финансированию авиации. Данная сделка является частью стратегии группы по развитию международного бизнеса по финансированию транспортных активов. По результатам соглашения, банк MUFG Bank и лизинговая компания BOT получают портфель по финансированию авиационных активов, включая кредитные и лизинговые обязательства, общим объёмом 6,4 млрд долл. США.

Ещё одной крупной сделкой 2016 г., также связанной с азиатскими инвесторами, стала продажа американской CIT Group коммерческого бизнеса по лизингу самолётов компании Avolon Holdings за 10 млрд долл. США. Сделка финансировалась комбинацией денежных средств, акционерного капитала и нового долга в объёме 8,5 млрд долл. США. По итогам сделки воздушный флот Avolon Holdings составил более 900 самолётов. В августе 2019 г. крупнейший промышленный конгломерат General Electric продал портфель активов, связанный с авиационным лизингом, объёмом 3,6 млрд долл. США. Поку-

пателем бизнеса по финансированию авиации стала ведущая корпорация по прямым инвестициям Apollo Global Management, в то время как портфель кредитов данного бизнеса был приобретён инвестиционной компанией Athene Holding.

К транспортным средствам, которые предлагают своим клиентам лизинговые компании, относятся:

- пассажирский транспорт, включая городские и междугородние автобусы, троллейбусы, трамваи;
- спецтехника, например, автомобильная техника для обслуживания и строительства дорог (бульдозеры, экскаваторы, катки), а также для коммунального хозяйства (уборочные машины);
- грузовой и коммерческий автотранспорт;
- железнодорожный транспорт, включая полувагоны, цистерны, крытые вагоны, платформы, зерновозы;
- морские/речные грузовые и пассажирские суда, танкеры;
- воздушный транспорт, включая региональные и магистральные самолёты, вертолёты;
- специализированное оборудование для развития транспортной инфраструктуры.

Учитывая, что лизинг выполняет важную роль для развития экономики России, в нашей стране действует ряд программ поддержки отрасли. Например, государственная программа льготного лизинга при поддержке Министерства промышленности и торговли позволяет получать выгодные условия при лизинге нового лёгкого коммерческого транспорта.

За счёт дальнейшего развития рынка лизинга транспортных средств возможно достижение следующих стратегических целей:

- (а) развитие транспортной отрасли России, включая транспортную инфраструктуру;
- (б) оказание поддержки российским производителям транспортных средств;
- (в) компании, оказывающие транспортные услуги, получают возможность использовать современную транспортную технику без отвлечения существенных финансовых ресурсов от операционной деятельности.



Таким образом, привлечение финансирования транспортными лизинговыми компаниями имеет важное значение для развития всей транспортной отрасли России.

Основной целью статьи является рассмотрение всей совокупности долговых инструментов, доступных для финансирования развития российских лизинговых компаний, специализирующихся на транспортной отрасли.

С точки зрения используемой в статье методологии, выделим структурный подход к решению финансовых задач. В рамках данного подхода основные параметры привлекаемого корпорацией финансирования напрямую связаны с целями, которые решаются с помощью использования данных денежных средств.

1. ОСОБЕННОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ ТРАНСПОРТНЫХ ЛИЗИНГОВЫХ КОМПАНИЙ

Привлечение финансирования является одной из основных задач финансовых топ-менеджеров российских лизинговых компаний. Данный вопрос важен, с точки зрения управления ликвидностью, для осуществления инвестиций, развития бизнеса [1, с. 97]. На российском рынке лизинга транспортных средств доступ компании к финансированию является важным конкурентным преимуществом. Структура капитала корпорации также является одним из ключевых инструментов создания акционерной стоимости [2, с. 41].

К основным структурным особенностям корпоративного финансирования лизинговых компаний относятся:

1) Стратегическая важность структуры капитала для лизинговых компаний — с точки зрения оптимизации финансовых затрат, поддержания конкурентных преимуществ, осуществления инвестиций в приобретение транспортных средств [3, с. 709].

2) Привлечение долгового финансирования в основном в рублях. Но при этом, включая случаи закупки предметов лизинга в иностранной валюте, компаниям может потребоваться финансирование в долларах США, евро и других валютах [4, с. 123].

3) Использование долговых инструментов с фиксированной ставкой с целью минимизировать процентные риски, возникающие при плавающих ставках. Для целей риск-менеджмента также применяются свопы и производные финансовые инструменты [5, с. 195].

4) Необходимость соответствия активов и обязательств с точки зрения срочности. Для этого лизинговые компании привлекают финансирование с различными сроками погашения для того, чтобы средний срок обязательств соответствовал среднему сроку активов [6, с. 171].

5) Структура долговых обязательств предполагает отсутствие амортизации при погашении долга — кредиты и облигации, как правило, выплачиваются одним платежом в дату погашения [7, с. 54].

Лизинговые компании, специализирующиеся на транспортных средствах, привлекают финансирование для различных целей [8, с. 343]. Приведём основные из них:

- Краткосрочное финансирование: пополнение оборотного капитала и создание запаса ликвидности, а также банковские бридж-кредиты, привлекаемые перед размещением облигационных выпусков на рынках капитала [9, с. 157].

- Среднесрочное финансирование: общекорпоративные цели, включая рефинансирование текущей задолженности с целью увеличения среднего срока кредитного портфеля, привлечения фондирования по более выгодным ставкам, диверсификации базы инвесторов [10, с. 141].

- Долгосрочное финансирование: финансирование инвестиционной программы, включая капитальные затраты, сделки по слияниям и поглощениям, проекты развития бизнеса [11, с. 1621].

В данной статье рассматриваются ключевые долговые инструменты, которые используют российские лизинговые компании:

1) Двусторонний банковский кредит, который компании выдаёт банк-партнёр.

2) Инструментарий международных банков развития, участником которых является Российская Федерация.

3) Синдицированный кредит, в котором в качестве кредиторов выступает несколько банков.

4) Размещение выпуска рублёвых облигаций на российском рынке капитала.

Использование указанных финансовых инструментов, включая их различные комбинации, позволяет лизинговой компании решать всю совокупность задач корпоративного финансирования. При этом топ-менеджеру важно понимать, какие именно инструменты оптимально использовать с точки зрения:

- (а) текущего этапа развития компании;
- (б) стратегии корпорации;
- (в) целей финансирования;
- (г) действий конкурентов;
- (д) доступных источников фондирования.

Таким образом, при привлечении финансирования необходимо не только проведение финансовых расчётов, но и осуществление сравнительного анализа используемых долговых инструментов [12, с. 21].

Обратим внимание на такой важный аспект финансирования, как отраслевая специфика. Особенности использования лизинговых решений в таких ключевых сегментах транспортной отрасли, как морской транспорт, железные дороги и авиация, рассмотрены в работах [13, с. 307; 14, с. 61; 15, с. 239].

Двусторонний банковский кредит является базовым продуктом для лизинговой отрасли. Данный вид финансирования используется заёмщиками для решения краткосрочных и тактических задач. Денежные средства привлекаются от одного из банков-партнёров компании в рамках действующих кредитных лимитов. При этом возможно осуществление сделки в довольно сжатые сроки.

Для ведущих лизинговых компаний стратегическими партнёрами могут выступать международные банки развития, в состав акционеров которых входит Российская Федерация. В продуктовой линейке данных банков присутствуют инструменты поддержки лизинга, а также кредитные линии для транспортных лизинговых компаний.

Важным источником привлечения денежных средств для заёмщиков из лизинговой отрасли является рынок синдицированного кредитования. Синдицированный кредит организуется для компании несколькими банками путём синдикации

среди широкой базы кредиторов. В рамках договора синдицированного кредита возможно предоставление существенного объёма средств, превышающего возможности двустороннего банковского кредита.

Размещая облигационный выпуск, заёмщик выходит на рынок долгового капитала. В данном случае привлекаются долгосрочные денежные средства как ведущих банков, так и крупнейших институциональных инвесторов. Следует отметить, что процесс размещения облигаций является достаточно сложным и требует существенных затрат со стороны заёмщика.

При привлечении корпоративного финансирования оптимальным решением для корпорации является использование нескольких инструментов долгового финансирования с целью формирования диверсифицированного портфеля.

2. ДВУСТОРОННИЙ БАНКОВСКИЙ КРЕДИТ

Двусторонний кредит привлекается заёмщиком для решения краткосрочных финансовых задач, включая пополнение оборотного капитала и управления ликвидностью. Кредит является очень гибким финансовым инструментом, так как заёмщик может договориться со своим банком-партнёром касательно требуемых параметров.

Рассмотрим основные структурные элементы двустороннего банковского кредита на следующем примере:

- 1) Тип кредита: двусторонний.
- 2) Кредитор: банк-партнёр компании.
- 3) Объём кредита: до 2,0 млрд руб.
- 4) Валюта кредита: в основном – рубли, долл. США, евро.
- 5) Цель кредита: пополнение оборотного капитала, управление ликвидностью.
- 6) Срок кредита: краткосрочный (1–2 года).
- 7) График погашения: одним платежом в конце срока кредита.
- 8) Процентный период: 1/3/6 месяцев.
- 9) Процентная ставка: фиксированная.
- 10) Финансовые ковенанты:
 - (а) ограничение на привлечение нового долга;
 - (б) поддержание кредитных рейтингов не ниже соответствующих уровней.

Двусторонний кредит привлекается заёмщиком в рамках открытых лимитов



Список открытых банковских лимитов

Корпорация	Срок лимита, лет	Валюта лимита	Объём лимита, млрд руб.	Текущий уровень использования лимита, млрд руб.	Неиспользуемый остаток лимита, млрд руб.
Банк 1	1,00	рубли	0,50	0,50	0,00
Банк 2	2,00	рубли	1,00	0,80	0,20
Банк 3	1,00	евро	0,50	0,35	0,15
Банк 4	0,50	долл. США	0,75	0,75	0,00
Банк 5	1,50	рубли	1,25	1,00	0,25

у своих банков-партнёров. При этом параметры данных кредитов могут быть различными, что позволяет оперативно решать задачи финансового менеджмента.

Одним из ключевых элементов управления ликвидностью для лизинговой компании является список открытых лимитов банков-партнёров. Данный документ содержит всю необходимую информацию по действующим кредитным линиям. Пример списка открытых лимитов приведён выше в табл. 1.

При привлечении двустороннего кредита к заёмщику применяются минимальные требования по предоставлению информации, включающие финансовую отчётность и ряд юридических документов, необходимых банку-партнёру.

Процесс привлечения двустороннего кредита не является сложным, так как не требует вовлечения юридических консультантов (для каждой сделки используется типовая кредитный договор банка-партнёра). Срок привлечения кредита составляет 1–2 недели.

Приведём практический пример. В 2017 г. Сбербанк открыл кредитную линию объёмом 10 млрд руб. для лизинговой компании «Европлан». Срок кредитной линии составил четыре года. Денежные средства предназначались для финансирования лизинговых проектов, а также для рефинансирования облигационных выпусков и прочих банковских кредитов.

3. ИНСТРУМЕНТАРИЙ МЕЖДУНАРОДНЫХ БАНКОВ РАЗВИТИЯ

Следует также отметить, что важным источником финансирования для лизинговых компаний являются крупнейшие банки

развития, участником которых является Российская Федерация: Евразийский банк развития (ЕАБР), Международный инвестиционный банк (МИБ) и Международный банк экономического сотрудничества (МБЭС).

ЕАБР предоставляет услуги по финансовому и операционному лизингу, финансирует приобретение лизинговыми компаниями предметов лизинга, включая транспортную технику, из стран-участниц Банка для последующей передачи в лизинг.

МИБ финансирует проведение операций по передаче в лизинг различных видов техники контрагентам, зарегистрированным на территории своих стран-участниц. Одним из основных направлений деятельности является лизинг транспортных средств, а также содействие продвижению транспортной техники, произведённой на территории стран – членов МИБ, в других странах.

Помимо лизинговых операций, рассматриваемые международные банки развития напрямую финансируют крупнейшие лизинговые компании. Формат подобного финансирования предполагает заключение соглашения о сотрудничестве, в рамках которого международные банки развития и лизинговые компании участвуют в финансировании и проведении операций по передаче в лизинг транспортной техники контрагентам, зарегистрированным на территории стран-участниц банков, а также на территории третьих стран.

В рамках данных соглашений предоставляются кредитные линии для финансирования и рефинансирования покупок и передачи в лизинг транспортных средств, произведённых в странах-участницах данных банков. При этом финансирование предоставляется в иностранной валюте,

включая доллары США, евро, а также валюты стран-участниц. Также возможно открытие кредитных линий в рублях для приобретения лизинговыми компаниями транспортных средств, произведённых на территории России.

Приведём пример основных параметров финансирования:

1) Тип кредита: возобновляемая кредитная линия.

2) Кредитор: международный банк развития.

3) Объём кредита: от 1 до 8 млрд руб.

4) Валюта кредита: в основном — рубли, долл. США, евро.

5) Цель кредита: приобретение транспортных средств.

6) Срок кредита: долгосрочный (5–7 лет).

7) График погашения: амортизационные выплаты (ежеквартальные, ежемесячные, полугодовые).

8) Процентный период: 1/3/6 месяцев.

9) Процентная ставка: фиксированная.

10) Финансовые ковенанты:

(а) целевое использование средств;

(б) поддержание кредитных рейтингов не ниже соответствующих уровней.

К транспортным средствам, которые финансируют международные банки развития, относятся: самолёты, грузовая техника, пассажирский автотранспорт, специализированные суда, а также оборудование для развития портовой инфраструктуры. Результатом подобных сделок является не только развитие транспортных отраслей стран-участниц, лизинговых и транспортных компаний, но и более динамичные внешнеторговые связи между странами-участницами в сфере транспорта.

В ноябре 2016 г. Международный инвестиционный банк и Государственная транспортная лизинговая компания подписали соглашение о предоставлении кредитной линии в размере 33 млн долл. США на срок до 7 лет. Денежные средства направлены на финансирование и рефинансирование покупки и передачи в лизинг 11 воздушных судов чешского производства. В 2018 году между сторонами был заключён договор кредитования с лимитом в 75 млн евро с целью приобретения и передачи в лизинг воздушных судов производства АО «Уральский завод граж-

данской авиации», вертолётов производства «Вертолёты России» и крупнотоннажной техники марки «БелАЗ». В августе 2019 г. было подписано дополнительное соглашение, предусматривающее увеличение лимита кредитования до 90 млн евро, с направлением кредитных средств на реализацию программы пополнения парка воздушных судов компании.

4. СИНДИЦИРОВАННЫЙ КРЕДИТ ОТ ПУЛА БАНКОВ

Синдицированный кредит предоставляется заёмщику двумя или более банками. При реализации сделки синдицированного кредитования компания назначает несколько организаторов транзакции.

Приведём ключевые преимущества рынка синдицированного кредитования:

(а) возможность привлечения финансирования оптимальной структуры;

(б) доступ к стабильному источнику ликвидности в рублях и иностранной валюте от ведущих банков;

(в) эффективный процесс реализации сделки;

(г) разработанная стандартная документация по российскому праву;

(д) оптимизация административной и операционной нагрузки на заёмщика при обслуживании кредита, так как все платежи и обмен информацией осуществляются через агента по кредиту.

Приведём пример ключевых финансовых параметров синдицированных кредитов:

1) Тип кредита: синдицированный.

2) Кредиторы: ведущие российские банки.

3) Объём кредита: от 5 до 10 млрд руб.

4) Валюта кредита: рубли, долл. США, евро (возможно структурирование сделки, состоящей из нескольких траншей, например: транш в рублях и транш в иностранной валюте).

5) Цель кредита: общекорпоративные цели, включая рефинансирование текущих долговых обязательств, финансирование инвестиционной программы.

6) Срок кредита: среднесрочный (от 3 до 5 лет).

7) График погашения: одним платежом в конце срока кредита, для некоторых сделок возможны амортизационные выплаты



Финансовые и информационные материалы для привлечения синдицированного кредита

Документ	Этап предоставления	Регулярность предоставления	Краткое описание
Финансовая отчётность	На всех этапах сделки	Ежеквартально	Отчётность предоставляется в соответствии с российскими стандартами бухгалтерского учёта, а также консолидированная отчётность согласно международным стандартам.
Кредитный портфель	При реализации сделки и при обслуживании кредита	Ежегодно	Содержит данные о структуре долга заёмщика (включая следующую информацию по каждому из долговых инструментов: тип, объём, валюта, дата выдачи, дата погашения, процентная ставка, обеспечение, источник финансирования).
Финансовая модель	При реализации сделки и при обслуживании кредита	Ежегодно	Срок кредита плюс 1–2 года. Модель должна содержать основные блоки, необходимые для банков (предположения, отчёт о прибылях и убытках, баланс, отчёт о движении денежных средств).
Информационный меморандум	При реализации сделки	Документ предоставляется один раз	Ключевой документ сделки, содержащий основные условия кредита, график реализации, описание бизнеса и финансов компании.
Аналитический обзор лизингового рынка	При реализации сделки	Документ предоставляется один раз	Описание динамики и прогнозов объёмов и цен, а также конкуренции на рынках, на которых работает заёмщик.

(ежеквартальные, ежемесячные, полугодовые).

8) Процентный период: 1/3/6 месяцев.

9) Процентная ставка: фиксированная (в основном) или плавающая (с установлением базовой ставки: MosPrime для рублей, Libor для долл. США, Euribor для евро).

10) Финансовые ковенанты:

(а) коэффициент отношения чистого долга к показателю EBITDA;

(б) коэффициент отношения показателя EBITDA к процентным выплатам.

Для привлечения синдицированного кредита от заёмщика требуется подготовка и предоставление комплекта финансовых и информационных материалов, приведённых в табл. 2.

Процесс привлечения синдицированного кредита является довольно сложным и включает следующие основные этапы:

- Структурирование кредита. На данном этапе заёмщик определяет основные финансовые параметры сделки, включая объём, валюту и срок кредита.

- Назначение банков-организаторов и юридических консультантов сделки.

- Процесс синдикации на рынке, во время которого банки-кредиторы изучают предоставленные заёмщиком информационные и финансовые материалы и принимают решение касательно участия в сделке.

- Подготовка документации. Над подготовкой кредитного договора и других документов работает независимый юридический консультант. Срок работы над документацией зависит от сложности сделки и количества итераций документации, во время которых собираются комментарии банков-кредиторов.

- Подписание сделки и выдача денежных средств после выполнения заёмщиком всех необходимых предварительных условий.

Весь процесс привлечения синдицированного кредита занимает, как правило, от 1,5 до 2 месяцев.

В июне 2019 г. «Альфа-Лизинг», одна из ведущих лизинговых компаний России, привлекла синдицированный кредит объёмом 7 млрд рублей. Первоначальный объём кредита был установлен на уровне 5 млрд рублей, но сделка вызвала существенный интерес на рынке, результатом чего стало увеличение общего объёма кредита на 2 млрд руб. Средства предоставлены на 3 года на развитие бизнеса компании.

5. РАЗМЕЩЕНИЕ РУБЛЁВЫХ ОБЛИГАЦИЙ НА РЫНКЕ КАПИТАЛА

Рынок облигаций является важным источником финансирования для лизинговых компаний. Особую роль при успешном размещении выпуска играет выстроенный

процесс маркетинга в отношении инвесторов. Для размещения облигаций компания назначает несколько банков менеджерами сделки. Важнейшей обязанностью банков-менеджеров является общение с потенциальными инвесторами с целью наиболее выгодного размещения облигаций.

Ключевые параметры примера облигационного выпуска включают:

- 1) Тип финансирования: облигации.
- 2) Инвесторы: крупнейшие банки и институциональные инвесторы.
- 3) Объём выпуска: более 10 млрд руб.
- 4) Валюта кредита: рубли.
- 5) Цель кредита: долгосрочное финансирование (приобретение транспортных средств, сделки по слияниям и поглощениям, развитие бизнеса).
- 6) Срок облигаций: более 5 лет.
- 7) График погашения: одним платежом в конце срока обращения.
- 8) Периодичность выплаты купона: 6 месяцев.
- 9) Процентная ставка: фиксированная.
- 10) Финансовые ковенанты:
 - (а) ограничения на привлечение нового долга;
 - (б) ограничения на выплаты дивидендов.

Процесс размещения выпуска облигаций является более сложным, трудоёмким и затратным, чем привлечение синдицированного кредита. Это связано с тем, что для размещения облигаций, как правило, требуются наличие кредитного рейтинга эмитента от рейтинговых агентств, проведение банками-менеджерами выпуска, работа с широкой базой институциональных инвесторов, прохождение процедуры листинга на бирже.

К ключевым этапам сделки относятся:

- *Получение (или подтверждение) кредитного рейтинга.* Процесс получения рейтинга включает встречи топ-менеджмента компании с представителями рейтинговых агентств и подготовку полного информационного пакета про бизнес и финансы компании. Как правило, данным процессом руководит один из банков-менеджеров выпуска.

- *Проведение процедуры комплексной проверки.* Для реализации данного этапа проводится серьёзная подготовка со стороны компании, юридических консультан-

тов и банков. Результаты комплексной проверки описываются в проспекте облигаций. При этом основное внимание уделяется детальному анализу рисков, которые принимают на себя инвесторы.

- *Роуд-шоу.* При проведении роуд-шоу во время встреч с инвесторами с подготовленной презентацией выступают представители компании и банков-менеджеров. Основным разделом презентации являются «ключевые факторы инвестиционной привлекательности».

- *Размещение.* На финальном этапе сделки определяются итоговый состав инвесторов из книги заявок, процентная ставка и затем начинается торговля облигациями на рынке.

Процесс подготовки и размещения облигаций, в зависимости от объёма выпуска и базы инвесторов, может занимать от 2 до 3 месяцев.

В июне 2019 г. «РЕСО-Лизинг» завершил размещение облигаций объёмом пять млрд руб. Срок обращения облигаций – два года. Ставка купона составила 9,3 % годовых. Во время размещения выпуска спрос более 50 инвесторов (банки, управляющие компании, страховые компании, частные инвесторы) составил 13,7 млрд руб.

6. СРАВНЕНИЕ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Основываясь на приведённых структурных и транзакционных параметрах двустороннего кредита, синдицированного кредита и выпуска облигаций, проведём сравнительный анализ данных инструментов:

- 1) Структура: синдицированный кредит является более гибким инструментом, который можно структурировать под конкретную финансовую задачу (включая объём, срок, валюту и цели сделки). Облигации, в силу специфики рынка, имеют более жёсткую структуру.

- 2) Публичность: облигации являются «более публичным» инструментом, чем синдицированные кредиты. Это связано с тем, что для листинга выпуска облигаций на бирже необходимо соответствующее требованиям регулятора раскрытие информации.

- 3) Рейтинг: для синдицированных кредитов наличие рейтинга является положительным, но необязательным фактором успешной сделки. Для размещения облига-



Сравнительный анализ долговых инструментов

Параметры	Двусторонний кредит	Синдицированный кредит	Выпуск облигаций
Объём	Ограниченный объём вследствие банковских лимитов на одного заёмщика	Существенные объёмы финансирования за счёт участия в сделке нескольких банков	Крупнейший источник финансирования за счёт средств инвесторов
Срок	Краткосрочное финансирование, 1–2 года	Среднесрочное финансирование, 3–5 лет	Долгосрочное финансирование, более 5 лет
Валюта	Рубли, доллары США, евро	Рубли и/или иностранная валюта (несколько траншей, номинированных в разных валютах)	Рубли
Цели финансирования	Пополнение оборотного капитала, управление ликвидностью	Рефинансирование кредитного портфеля, инвестиционное финансирование	Капитальные затраты, сделки по слияниям и поглощениям, развитие бизнеса
Раскрытие информации	Финансовая отчётность, юридические документы	Кредитный портфель, финансовая модель, обзор операционной деятельности, отчёты независимых консультантов	Полное раскрытие информации, включая проспект ценных бумаг
Кредитный рейтинг	Не требуется	Не требуется	Требуется
Участники сделки	Заёмщик, банк	Заёмщик, банки-организаторы, банки-кредиторы, юридические консультанты	Эмитент, банки-менеджеры выпуска, инвесторы, юридические консультанты, регуляторы
График реализации	1–2 недели	1,5–2 месяца	2–3 месяца

Таблица 4

Пример долгового финансирования лизинговой компании

Долговой инструмент	Объём, млрд руб.	Валюта	Срок до погашения, лет	График погашения	Цель финансирования
Двусторонний кредит 1	0,50	Долл. США	0,70	Одним платежом	Оборотный капитал
Синдицированный кредит 1	1,50	Рубли	1,65	Амортизируемый	Рефинансирование
Выпуск облигаций 1	5,00	Рубли	3,30	Одним платежом	Капитальные затраты
Двусторонний кредит 2	0,75	Рубли	1,80	Одним платежом	Управление ликвидностью
Синдицированный кредит 2	3,00	Долл. США и евро	3,50	Амортизируемый	Инвестиционная программа
Выпуск облигаций 2	10,00	Рубли	4,75	Одним платежом	Капитальные затраты

ций кредитный рейтинг соответствующего уровня является необходимым условием участия институциональных инвесторов.

4) Инвесторы: база инвесторов у рассматриваемых инструментов существенно различается. Если в сделках синдицированного кредитования деньги предоставляют, как правило, коммерческие банки,

то в облигации инвестируют также страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды.

5) Реализация сделки: размещение облигаций является более сложным процессом, так как включает большее число участников (аудиторы, регуляторы, биржи). Поэтому финансовым топ-менедже-

рам следует быть готовыми к более высоким, по сравнению с синдицированными кредитами, транзакционным издержкам.

В табл. 3 приведено сравнение ключевых структурных элементов двусторонних кредитов, синдицированных кредитов и облигационных выпусков.

При этом у данных инструментов есть ряд схожих транзакционных параметров. Для долговых сделок характерны следующие элементы:

- (а) подготовка корпорации к привлечению финансирования;
- (б) определение участников сделки;
- (в) процесс синдикации;
- (г) работа над юридической документацией;
- (д) закрытие сделки и перечисление денежных средств.

Компании необходимо внимательно подойти к назначению организаторов кредита и менеджеров облигационного выпуска. Банки, назначаемые на данные роли, должны иметь существенный опыт работы на рынках капитала, доступ к инвесторам и детальное знание заёмщика и отрасли.

Для каждой сделки составляется чёткий график с указанием основных этапов и ответственных за их реализацию сторон. Несмотря на то, что данный график может корректироваться по мере необходимости, для облигаций (в силу ряда юридических и регулятивных причин) он является более «жёстким», чем для кредитов.

Одним из важнейших элементов сделки является подготовка юридической документации. Над полным пакетом документов сделки работает юридический консультант, назначаемый из числа крупнейших юридических фирм. Срок работы над документацией зависит от количества документов в сделке и их сложности.

Ключевым фактором успеха сделки является выстраивание оптимальных взаимоотношений с пулом кредиторов и институциональных инвесторов. Здесь корпорации и банкам-организаторам/менеджерам необходимо выбрать верную маркетинговую стратегию в отношении кредитного и отраслевого риска заёмщика для получения оптимальной стоимости фондирования. В табл. 4 приведён пример долгового финансирования лизинговой компании, построенного с учётом этих факторов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Кредиты и облигации являются ключевыми инструментами корпоративного финансирования. При этом для ведущих корпораций оптимальный выбор между ними заключается в комбинированном использовании долговых инструментов для решения финансовых задач.

Также важным является выбор управленческих инструментов, с помощью которых топ-менеджмент корпорации может отслеживать результативность привлечения финансирования. К таким инструментам относятся: SWOT-анализ долговых инструментов, график привлечения фондирования, бенчмаркинг (анализ итогов привлечения финансирования и сравнения с конкурентами), управление портфелем финансовых ресурсов корпорации и мониторинг рынков капитала.

ЛИТЕРАТУРА

1. Pettit, J. Strategic corporate finance: applications in valuation and capital structure. Wiley, 2011, 304 p.
2. Baker, H. K., Martin, G. S. Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice. Wiley, 2011, 504 p.
3. Yan, A. Leasing and debt financing: substitutes or complements? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2009, Vol. 41, No. 3, pp. 709–731. DOI: <https://doi.org/10.1017/S002210900002593>.
4. Тарасов А. А. Финансирование транспортных компаний синдицированными кредитами // *Мир транспорта*. — 2017. — № 3. — С. 122–131.
5. Choudhry, M. Corporate bonds and structured financial products. Butterworth–Heinemann, 2004, 416 p.
6. Hommel, U., Fabich, M., Schellenberg, E., Firnkorn, L. The strategic CFO: creating value in a dynamic market environment. Springer, 2011, 316 p.
7. Rhodes, T. Encyclopedia of debt finance. Euromoney Institutional Investor, 2012, 276 p.
8. Boobyer, C. Leasing and asset finance: the comprehensive guide for practitioners. Euromoney Books, 2003, 479 p.
9. Strumeyer, G., Swamy, S. The capital markets: evolution of the financial ecosystem. Wiley, 2017, 648 p.
10. Liaw, T. The Business of investment banking: a comprehensive overview. Wiley, 2011, 384 p.
11. Eisfeldt, A., Rampini, A. Leasing, ability to repossess, and debt capacity. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, No. 4, pp. 1621–1657. DOI: <http://dx.doi.org/hhn026>.
12. Тарасов А. А. Роль топ-менеджера в привлечении международного финансирования // *Управление*. — 2018. — № 1. — С. 20–24.
13. Stopford, M. Maritime economics. Routledge, 2009, 840 p.
14. Profillidis, P. Railway management and engineering. Routledge, 2016, 552 p.
15. Morrell, P. Airline finance. Routledge, 2013, 328 p.

