

Исторические ценности

правила игры

Хорошая кредитная история важна для любой компании, поскольку позволяет с каждым новым займом снижать стоимость привлечения средств. Как ее правильно создать, специально для «Б-Брокера» выяснила корреспондент «Прайм-ТАСС» **Елена Фабричная.**

Около 600 компаний в России сегодня уже встали на путь создания публичной истории заимствований. С помощью рублевых облигационных займов или еврозаймов они постепенно замещают долю более дорогих банковских кредитов, диверсифицируя свои кредитные портфели. К примеру, ОАО КАМАЗ до размещения облигаций два-три года назад привлекало банковские кредиты по ставкам 20–18% годовых, дебютные облигации были размещены в 2003 году со ставкой купона 15,3% годовых, а два года спустя второй облигационный заем — под 8,45% годовых. Нижнесергинский метизно-металлургический завод, стартовавший в 2005 году с дебютами на внутреннем и международном долговых рынках, до размещения облигаций занимал у банков в среднем под 15% годовых. В мае этого года предприятие разместило рублевые облигации со ставкой купона 12,1% годовых, а в сентябре выпустило кредитные ноты с доходностью 9,8% годовых.

Опыт удачных размещений подсказывает, что стартовать на публичном рынке заимствований эмитенту будет гораздо проще, имея за плечами хорошую кредитную историю в банках. Принимая решение о покупке облигаций, инвесторы анализируют долговую нагрузку компании и кроме ее размера и средних ставок по кредитам обращают внимание на то, в каких банках кредитуются эмитент, сколько банков предоставили ему кредиты, на какой срок, как своевременно они погашались. Поэтому своеобразным «нулевым этапом» выхода на публичный рынок для компаний — будущих эмитентов является формирование положительной кредитной истории в банках. В связи с идущим в России процессом создания бюро кредитных историй этот шаг особенно важен, ведь после того как бюро начнут работать и будет создана база заемщиков, инвесторам легко будет оценить надежность заемщика-эмитента.

Классический вариант публичной кредитной истории для большинства современных компаний-эмитентов начинался с облигационных займов, затем компании пробовали свои силы на международном рынке, выпуская кредитные ноты или еврооблигации. «Апозеозом публичности» является проведение IPO. На каждом этапе повышаются требования к уровню корпоративного управления компании, открытости, прозрачности структуры собственности, достоверности отчетности, поэтому

переход от одного этапа к другому требует подготовки и может занять не один год.

Вексельное право

Для дебютного размещения на рынке публичного долга компании обычно выбирают векселя или облигации, руководствуясь в первую очередь целями расходования привлекаемых средств. Так, если предприятию необходимо быстро привлечь краткосрочные ресурсы для пополнения оборотных средств или покрытия кассовых разрывов, выпускаются векселя. Для финансирования среднесрочных и долгосрочных инвестиционных проектов — облигации. Директор департамента долгового финансирования группы компаний «Регон» Олег Дулебенев говорит, что «для получения оборотного капитала компании обычно прибегают к краткосрочным — до одного года — банковским кредитам, хотя дешевле при этом привлечь средства с фондового рынка, да и залога при этом не требуется». Еще одним фактором, который нужно учитывать при выборе дебютного инструмента, является объем займа. «С вексельно-го рынка без проблем можно привлечь ресурсы в объеме до 500 млн руб., он не переварит единовременно большие объемы», — считает Олег Дулебенев.

Аптечная сеть «Имплюзия» в октябре этого года дебютировала на долговом рынке с вексельным займом. Заместитель генерального директора компании по экономике Андрей Тихонов, отвечая на вопрос о том, почему его фирма решила начать с выпуска векселей, сказал, что это «технически наиболее простой путь выхода на рынок публичных заимствований». Действительно, на подготовку вексельного займа может уйти всего несколько недель, тогда как процесс подготовки к размещению облигаций занимает минимум три месяца. Начальник управления по работе с долговыми обязательствами компании «Велес капитал» Екатерина Писаренко также говорит о том, что подготовка эмиссии векселей является полной противоположностью работе над облигационным займом: «Не нужно работать над эмиссионными документами, не нужно ничего регистрировать — достаточно просто позвонить андеррайтеру, предоставить отчетность, информацию о планах по развитию компании и сказать, сколько средств планируется занять».

Затраты на выпуск векселей несоизмеримо малы по сравнению с облигацион-

ным займом. Они включают оплату услуг андеррайтера и иногда оплату презентации займа для инвесторов (аренда помещения, ужин и т. д.). Обычно андеррайтер, который берется за размещение векселей компании, получает маржинальный доход от продажи — размер маржи определяется в зависимости от известности компании и финансового состояния эмитента. В среднем по рынку размер маржи андеррайтера составляет 0,5–1,0% к эффективной ставке заимствований. «Когда к нам обращается компания, желающая выпустить векселя, мы рассматриваем их со спекулятивной точки зрения, с позиции инвестиционных вложений, советуем уровень процентных ставок. Если эмитент все устраивает и нас устраивает эмитент, мы начинаем предлагать его векселя нашим контрагентам», — говорит Елена Писаренко. За каждую рыночную сделку с векселями ИК «Велес капитал» берет с эмитента 0,1% от суммы сделки. Если потенциальный эмитент заведомо будет мало интересен рынку, компания берется за размещение таких бумаг, но оговаривает ежемесячную плату андеррайтеру в размере \$500, не включая маржу от продажи бумаг.

Впрочем, дебютируя на рынке вексельных займов, компания-эмитент все же не сможет резко снизить стоимость своих заимствований, поскольку круг инвесторов, покупающих векселя, довольно ограничен. К тому же, как считает финансовый директор компании «Комплекс-ОИЛ» Дмитрий Гурашин, «векселя сами по себе достаточно рискованный инструмент и многие крупные банки не установят лимит на покупку векселей. Вексельный рынок в России слабо развит, и на сегодня не так много организаторов, которые качественно могли бы организовать размещение вексельных займов». «Комплекс-ОИЛ» дебютировала в марте текущего года с вексельным займом, теперь в планах компании выпуск в марте-апреле 2006 года облигационного займа. Среди достоинств векселей Дмитрий Гурашин отметил тот факт, что выплата процентов по ним происходит при погашении и «в процессе обращения бумаг не отвлекаются оборотные средства предприятия, векселя не зарегулированы так, как облигации, не нужно регистрировать дополнительные выпуски, это беззалоговое финансирование и нет финансовых ограничений на выпуск таких бумаг».

Выбирая долговой инструмент, необходимо также учитывать, что векселя являются документальными ценными бумагами, поэтому они несут риски, связанные с утратой, потерей и подделкой.

Публичная практика

Если компания выбирает в качестве дебютного публичного инструмента выпуск облигаций или решает выдать облигации в качестве следующего (после векселей) шага на пути создания публичной кредитной ис-

тории, она должна в обязательном порядке раскрывать информацию на всех этапах эмиссии ценных бумаг. «Многие эмитенты охотно идут на раскрытие сведений о себе, понимая, что это необходимый этап на пути превращения в публичную цивилизованную компанию», — говорит представитель одного инвестиционного банка, отмечая при этом, что для выпуска рублевых облигаций в проспекте эмиссии не обязательно раскрывать структуру собственности вплоть до конечных бенефициаров. Компания охотно раскрывает, по его словам, структуру дебиторской задолженности, кредитный портфель, то есть все данные, которые необходимы для анализа финансового состояния эмитента.

Второй важный момент, который нужно учитывать компании, решившей привлечь средства через размещение облигаций, — это то, что объем облигационного займа без обеспечения ограничен размером уставного капитала эмитента. А облигационные займы в размере до 500 млн руб. не обладают достаточной ликвидностью на рынке. Но это ограничение удастся обойти, размещая облигации под поручительство третьих лиц — объем займа при этом не ограничен. Поэтому компания-дебютанту стоит заранее озаботиться поиском подходящего поручителя, который бы понравился инвесторам, и лучше, если на его балансе будут производственные активы.

Выпустить заем компании поможет сделать организатор, которого она выберет для размещения облигаций. Его комиссия в среднем составляет от 0,1 до 1,5% от объема займа, за вывод на рынок дебютного займа к указанной сумме может добавиться от 0,1 до 0,2%. «Если речь идет о крупном заемщике, таком как РАО ЕЭС, то комиссия будет 0,1%, а если какое-нибудь ОАО «Люттик» — то ближе к 2%. В октябре из-за большого количества размещений комиссия организаторов упала, раньше было больше», — говорит начальник отдела анализа долговых обязательств ФК «Уралсиб» Борис Гинзбург. Из общей суммы комиссионных организатору оплата за консультационные услуги составляет 30%, за андеррайтинг — 70%, иногда эти комиссии берутся отдельно.

Дополнительные расходы, которые несет эмитент в связи с размещением облигаций, помимо комиссии организатору связаны с проведением презентации облигационного займа для инвесторов и рекламой выпуска облигаций в СМИ. Они составляют \$10–20 тыс.

Еще одна статья затрат — оплата услуг организатора торговли и депозитария. Оплата услуг депозитария составляет от 0,004% от объема выпуска, комиссия биржи — от 0,1%.

Облигации — хороший инструмент для дебюта на долговом рынке, но ставки, по которым они будут размещены на рынке, могут не устроить эмитента. При размещении за дебютный заем инвестором обычно

притягивается премия в размере до 1% годовых к эффективной ставке заимствований. При сегодняшней конъюнктуре, размещая заем, можно сэкономить всего лишь 1–2% годовых. Причем переход с векселей на облигации не всегда может сопровождаться снижением стоимости заимствований: если эмитент до размещения облигаций выпустил и погасил хотя бы три вексельных займа, инвесторы уже не поведутся на такую информацию — это не считается кредитной историей. И при этом если векселя торговались по высоким ставкам, морально тяжело уговорить инвесторов купить облигации этого эмитента по более низким.

После размещения дебютных облигаций обычно следует второй облигационный заем, поскольку первый всегда является «имиджевым», он позволяет инвесторам узнать эмитента, посмотреть на его бумаги. По мере осуществления инвестиционных проектов и своевременного выполнения обязательств по облигациям у компании формируется имидж заемщика. Затраты на размещение второго займа будут уже меньше, чем в случае с дебютным выпуском: можно исключить презентационные расходы, премия за дебют, к тому же комиссия организатора будет ниже. К тому же эмитент уже знает банки-инвесторы, на него уже открыты лимиты. Трубная металлургическая компания, к примеру, первый облигационный заем разместила со ставкой купона 14% годовых, а полтора года спустя второй заем — под 11,09% годовых. При хорошей конъюнктуре рынка можно и более значительно снизить стоимость привлечения. Уралвагонзавод разместил дебютный выпуск в октябре прошлого года с купоном в 13,36% годовых, а второй заем — в октябре 2005 года под 9,35% годовых.

В случае с рублевыми облигациями важно не «подсесть на них», выпуская займы один за другим, в том числе для рефинансирования предыдущих выпусков. Хорошим способом диверсифицировать кредитный портфель и следующим этапом создания публичной кредитной истории является выпуск кредитных нот (CLN) или еврооблигаций на зарубежных рынках капитала.

Нотная грамота

Выпускать такие инструменты организаторы советуют эмитентам, которые в перспективе собираются провести IPO на западных фондовых биржах. С каждым шагом на сторону публичности повышаются требования со стороны инвесторов, регуляторов и торговых площадок к открытости компании. Перед выходом на западные рынки эмитенту будет необходимо подготовить аудированную отчетность по МСФО. Требования к выпуску CLN, по сути, вообще не предъявляются — на этом рынке нет регулятора.

При выпуске кредитных нот российской компании необходимо будет найти

банк, который согласится выступить эмитентом таких бумаг на западных рынках и заключить с ним договор. Структура бумаг такова, что кредитные ноты выпускаются банком с одной целью — финансирование кредита конкретному заемщику. Стоимость услуг банка-эмитента составляет до \$200 тыс. и не зависит от суммы сделки. Для того чтобы ноты «поправились» западным инвесторам, им нужно присвоить рейтинг какого-либо международного рейтингового агентства. Присвоение рейтинга по международной шкале будет стоить от суммы \$40–50 тыс., рейтинг по национальной шкале — немного дешевле \$30 тыс. За каждый год наблюдения агентству нужно будет платить сопоставимую сумму.

Если компания решает в среднесрочной перспективе выпускать еврооблигации, ей нужно приступить к подготовке финансовой отчетности по международным стандартам уже сейчас. В некоторых случаях может потребоваться формализация, консолидация отчетности, а до этого — консолидация и юридическое переформирование активов компании, оптимизация налоговой нагрузки. Услуги по подготовке финансовой отчетности по стандартам МСФО и ее аудит обойдутся сегодня в \$100 тыс., говорит Борис Гинзбург. Иностранным инвесторам нужно будет раскрыть полную структуру собственности компании, а также четкие и вполне конкретные планы по развитию бизнеса и инвестиционным вложениям. Вся эта информация должна быть изложена в информационном меморандуме к еврооблигациям, за подготовку которого организаторы затребуют от \$200–300 тыс. В целом за услуги по размещению еврооблигаций лид-менеджеры возьмут комиссию на 30% больше, чем за размещение кредитных нот, сказал представитель одного из инвестиционных банков. Стоимость же заимствований в иностранной валюте для эмитента будет ниже, чем рублевых долгов, примерно на 24% годовых.

Как и в случае с рублевыми облигациями, при размещении еврооблигаций требуется проведение презентаций (road-show). По словам банкиров, необходимо как минимум пятидневное road-show по всему миру. Эти мероприятия могут повлечь затраты в сумме примерно \$50–100 тыс.

Последним этапом при создании публичной кредитной истории является привлечение средств с рынка акций за счет IPO. О том, как проводить первичное размещение на западных рынках, мы подробно рассказывали в прошлом номере «Б-Брокера». Про тонкости же листинга в России мы решили поговорить в одном из следующих номеров — это, безусловно, не конец процесса создания кредитной истории, но все-таки совершенно иной в идеологическом плане этап, на котором владельцы компаний начинают не только привлекать средства, но и делиться собственностью.

www.toyota.ru



Ваш пропуск в мир комфорта

Погрузитесь в атмосферу безграничного комфорта и абсолютного покоя. В салоне Camry вы можете забыть обо всем, что вас тревожило, и насладиться гармонией технического совершенства.

Camry. Автомобиль, который дарит вам комфорт...

Toyota Camry Первоклассный бизнес-класс

Официальные дилеры: Москва: Toyota Центр Битца (095) 721-3388; Toyota Центр Измайлово (095) 730-9000; Toyota Центр Кунцево (095) 933-4033; Toyota Центр Лосиный Остров (095) 105-0055; Toyota Центр Серебряный Бор (095) 721-3370; Toyota Центр Отрадное (095) 780-7878; Toyota Центр Щербиновское (095) 730-2200. Санкт-Петербург: Toyota Центр Автово (812) 336-4888; Toyota Центр Пискаревский (812) 321-8181; Toyota Центр Пулковое (812) 320-1030; Toyota Центр Приморский (812) 336-3888. Екатеринбург: Toyota Центр Екатеринбург (343) 210-1020; Toyota Центр Екатеринбург Север (343) 345-0090. Казань: Toyota Центр Казань (8432) 18-4318. Пермь: Toyota Центр Пермь (3422) 689-888. Ростов-на-Дону: Toyota Центр Ростов-на-Дону (8632) 429-000. Самара: Toyota Центр Самара (846) 269-4444. Тольятти: Toyota Центр Тольятти (8482) 50-9080. Тюмень: Toyota Центр Тюмень (3452) 48-9343. Уфа: Toyota Центр Уфа (3472) 24-6565. Челябинск: Toyota Центр Челябинск (351) 795-9565.

Авторизованные сервисные станции: Иркутск: Toyota Центр Иркутск (3952) 38-6161. Киселевск: Toyota Центр Киселевск (38464) 51-450. Красноярск: Toyota Центр Красноярск (3912) 67-4525.



Программа кредитования доступна в Москве, С.-Петербурге, Екатеринбурге, Перми и Самаре для всех моделей Toyota, официально поставляемых в Россию. Рассмотрение заявки — 1 рабочий день. Ставка — от 9% годовых. Сумма первоначального взноса — 20%. За подробной информацией по программе кредитования обращаться к официальным дилерам. Решение о выдаче кредита принимается банком индивидуально для каждого заемщика на основании поданных документов. ЗАО «Райффайзенбанк Австрия». Генеральная лицензия Банка России № 3292.

Товар сертифицирован

Toyota напоминает вам о необходимости пристегивать ремни безопасности и строго соблюдать правила дорожного движения. Позаботьтесь о вашей безопасности и безопасности ваших близких.



Управляй мечтой. **TOYOTA**