

Сравнительный анализ источников финансирования

Е. Ю. Горлина

Введение

Целью данной статьи является проведение системного анализа различных средств финансирования, доступных для финансовых институтов в России, выявление ряда преимуществ и недостатков каждого из проанализированных источников.

Актуальность данной статьи подтверждается быстрым развитием рынков заемного капитала и появлением новых средств рефинансирования банковских активов, что делает выбор источника заимствований более затруднительным. А в условиях высоких темпов роста банкам просто необходимо искать различные финансирования, так как бесконечно увеличивать активы без наращивания капитала им не позволяют требования Центрального банка РФ. Российский рынок финансовых институтов еще не достиг стадии развитых международных рынков, однако и на нем стали появляться различные инструменты финансирования. При этом на данный момент не существует структурированного сравнительного анализа характеристик различных инструментов, который помог бы российским банкам с выбором привлечения заемных ресурсов.

При анализе доступных средств финансирования использован ряд предпосылок, который не искажает результаты анализа, а лишь упрощает их и делает более наглядными. Во-первых, необходимо отметить, что на развитых рынках количество данных источников гораздо шире и разнообразнее, однако в данной статье будут проанализированы инструменты, которые достигли наибольшей популярности среди российских заемщиков. Во-вторых, в качестве заемщиков будут рассмотрены лишь банковские организации. В-третьих, в качестве анализируемого периода будет взят период наибольшей активности на российском рынке, а именно с начала 2003 по середину 2008 г. Данный период был выбран не случайно, так как именно с 2003 г. началось наибольшее развитие рынков заемного капитала с точки зрения введения новых продуктов и резкого увеличения объемов, а начиная с августа 2008 г. пошел спад, как следствие кризиса ликвидности во всем мире.

Методология анализа

В поисках заемного капитала помимо общей цели привлечения как можно более «дешевых» дополнительных средств банки могут учитывать и другие параметры. Выбирая источник финансирования, менеджмент ранжирует основные характеристики инструментов, для того чтобы выделить наиболее приоритетные. Для кого-то важен срок финансирования, так как деньги привлекаются под долгосрочный проект, для других важна валюта заимствования, для третьих наиболее приоритетен тип процентной ставки (плавающая/фиксированная), для четвертых основным является улучшение показателей финансовой отчетности и т. д. В итоге можно выделить ряд основных параметров, на которые смотрят финансовые институты при анализе потенциального источника заемных средств: размер и тип процентной ставки, срок до погашения, процесс организации привлечения, валюта кредита, высвобождение капитала, влияние на стоимость компании и т. д. Анализируя данные характеристики, менеджмент банка совместно с привлеченным советником, в роли которого чаще всего выступает инвестиционный банк или консалтинговая компания, выбирают средство финансирования. Еще одним важным ограничивающим фактором является наличие корпоративного рейтинга, присвоенного международными или национальными рейтинговыми агентствами. Несмотря на то что, как показала практика, кредитные рейтинги не всегда полностью отражают финансовое состояние компании, на данный момент они являются общепризнанным «индикатором качества» компании с точки зрения инвесторов. Наиболее высокий рейтинг по международной шкале, который был присвоен российским банкам, соответствует А–. Его были удостоены лишь банки с большой долей участия международных финансовых организаций, такие как Райффайзенбанк, Юникредит, Росбанк, а рейтинг ВВВ+ был присвоен лишь банкам, где основным акционером выступает государство, таким как Сбербанк, ВТБ, ВЭБ, Россельхозбанк. Большинству частных средних и мелких банков международный рейтинг еще не был присвоен, что ограничивает их выход на международные рынки капитала. После анализа различных характеристик доступных источников финансирования перед менеджментом и консультантом встает задача выбора инструмента, доступного для данного конкретного банка, учитывающая существующие ограничения.

Методология анализа, представленная в данной статье, будет заключаться в описании основных характеристик наиболее распространенных на российском рынке финансовых инструментов, таких как срок до погашения, стоимость привлечения, влияние на финансовые показатели и стоимость компании, сложность и период организации сделки, и сравнительный анализ данных параметров. В качестве при-

меров средств финансирования будут представлены синдицированные кредиты, еврооблигации и обеспеченные облигации (секьюритизированные), представляющие собой наиболее распространенные инструменты на российском рынке.

Для того чтобы провести сравнительный анализ вышеупомянутых источников финансирования, необходимо предоставить их краткое описание, развитие рынка каждого из инструментов, а также процесс организации привлечения средств с помощью каждого из них.

Синдицированный кредит представляет собой пул кредитов, предоставленных несколькими банками, структурирование, организация и администрирование которого, как правило, осуществляется одним или несколькими инвестиционными банками, именуемыми организаторами сделки. Объединение банков в пул связано с целым рядом причин: объем сделки (в случае большого размера требуемого займа необходимо привлечение нескольких кредитных организаций из-за отсутствия средств у одной и/или наличия лимита на одного заемщика); желание разделить риски; уменьшение ставки по кредиту (в случае синдицированного кредита банки участвуют в конкурсе, что приводит к более конкурентному предложению, нежели в случае одного кредитора) и т. д.

Международный рынок синдицированных кредитов начал свое развитие в 1960 г. и очень скоро распространился и на внутренние рынки, особенно тех стран, где активно шел процесс слияний и поглощений. Российский рынок синдицированных кредитов развивался стремительными темпами. В 1997 г. у российских банков возникла острая нехватка средств финансирования, а доступ к международным рынкам капитала был ограничен. Все это привело к росту спроса на данный способ привлечения средств. Так, объемы синдицированных кредитов в России выросли с 11 млрд долл. в 1997 г. до 17 млрд долл. в 2006 г. Основными участниками рынка синдицированных кредитов являются кредитные организации, финансовые корпорации и институциональные инвесторы. Обычно выделяют три типа синдицированных кредитов:

- *гарантированный кредит (underwritten deal)*, в случае которого организаторы сделки гарантируют полное распределение привлеченных в пул средств;
- *негарантированный кредит (best-effort deal)*, когда организаторы не обязуются распределить все привлеченные средства;
- *клубный кредит (club deal)*, в ходе которого и участники кредита, и организатор выступают на равных условиях и комиссии делятся между всеми участниками пропорционально доли каждого. Клубные кредиты, как правило, представляют собой меньшую сумму и достигают максимум 150 млн долл.

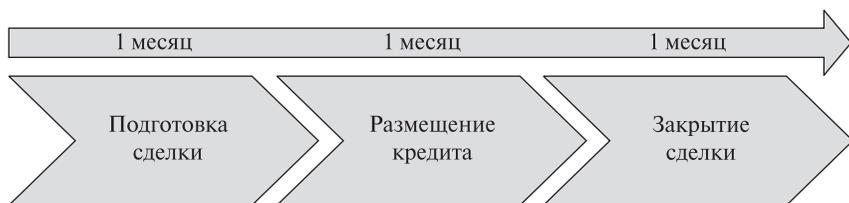


Рис. 1. Процесс организации привлечения и структурирования синдицированного кредита

Схематично процесс организации привлечения и структурирования синдицированного кредита можно представить в виде, показанном на рис. 1.

На первом этапе проводится конкурс на роль организатора сделки, результатом чего является подписание мандатного письма с инвестиционным банком. Далее организатор обговаривает основные условия сделки при участии выбранного юридического советника, формирует синдикат банков-участников и структурирует транзакцию. На втором этапе организатор сделки подготавливает информационный меморандум, описывающий финансовое состояние и благонадежность заемщика. В процессе *road show* информационный пакет предоставляется определенному списку участников, после чего происходит распределение долей среди утвержденных кредиторов. На заключительном этапе осуществляется подписание всех требуемых юридических документов и закрытие сделки.

Еврооблигация — долгосрочная облигация, выпущенная в иной валюте, нежели валюта страны-эмитента. В еврооблигациях содержатся данные о сумме долга, порядке получения процентов и сроках погашения. Обычно гарантированием, выпуском и размещением еврооблигаций занимается международный банковский синдикат. Еврооблигации появились в связи с развитием мировой экономики и ростом потребностей крупных мировых корпораций. Также появлению еврооблигаций способствовали ограничения на операции иностранных инвесторов на рынке ценных бумаг США в 1963 г., в то время процентные ставки в США были значительно ниже европейских ставок, что, как следствие, дало мощный толчок развитию евторынка. Участниками рынка еврооблигаций являются, прежде всего, крупные транснациональные корпорации, международные организации, государственные органы.

В России рынок еврооблигаций стал зарождаться в 1995–1996 гг. Первыми основными эмитентами были правительство и крупные корпорации и банки, такие как Газпром, Лукойл, «Красный Октябрь», Ростелеком, Татнефть, ВТБ, Газпромбанк. В 1997–1998 гг. к ним присоединились субъекты Федерации: Москва, Санкт-Петербург, Нижегородская и Свердловская области [11].

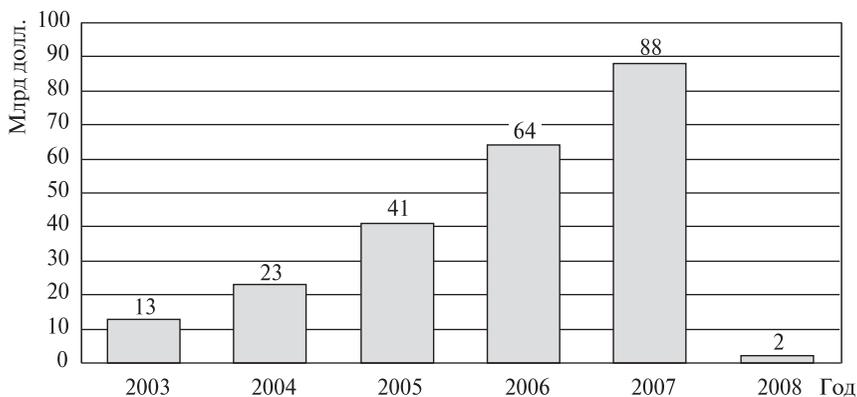


Рис. 2. Развитие рынка еврооблигаций в России, млрд долл. США [11]



Рис. 3. Процесс выпуска еврооблигаций

Как и другие международные рынки заимствований, рынок еврооблигаций рос стремительными темпами. Однако с началом кризиса ликвидности в августе 2007 г. объемы рынка начали падать (рис. 2) — рынок рос до августа, когда случился кризис, поэтому общий объем вырос.

Существует несколько классификаций еврооблигаций. По способу выплаты дохода бумаги делятся на облигации с фиксированной доходностью (*fixed rate bond*), с плавающей доходностью (*floating rate bond*) и с нулевым купоном (*zero-coupon bond*). По способу погашения выделяют облигации с опционом на покупку (*bond with call option*), облигации с опционом на продажу (*bond with put option*), облигации с опционами на продажу и на покупку (*retractable bond (Bond with Put and Call Option)*), облигации без права досрочного отзыва эмитентом, погашаемые полностью в момент истечения срока действия (*bullet Bond*) и др.

Процесс выпуска еврооблигаций схематично можно, так же как и в случае с синдицированным кредитом, разделить на три этапа (рис. 3). Однако в данном случае процесс организации сделки является более сложным и длительным.

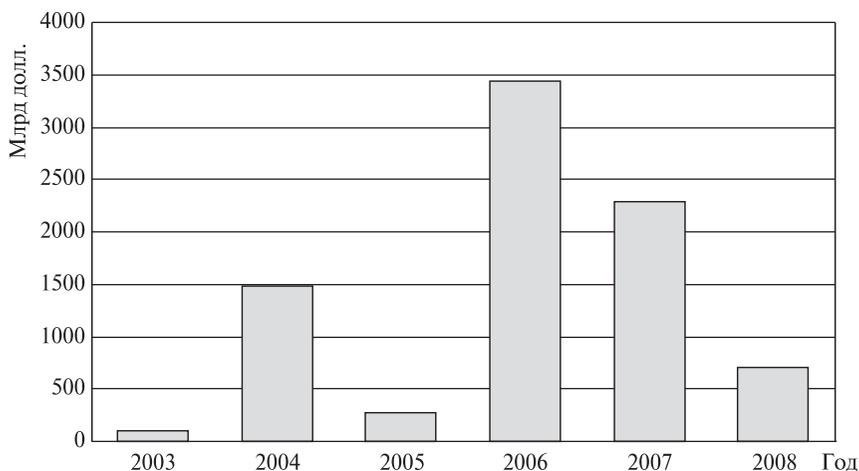


Рис. 4. Развитие рынка секьюритизации в России, млрд долл. США [11]

На первом этапе производится выбор банка организатора/андеррайтера, юридического советника и других участвующих сторон, первоначальный анализ заемщика, его благонадежность, предварительная оценка выпускаемых бумаг. На втором этапе происходит более детальный кредитный анализ, подготовка всей документации. На третьем этапе осуществляется присвоение кредитного рейтинга бумагам одним или двумя рейтинговыми агентствами (road show), продажа бумаг инвесторам, подписание документов и закрытие сделки.

Секьюритизация — это преобразование неликвидных активов компании в ликвидные. Процесс секьюритизации происходит путем выпуска ценных бумаг под залог неликвидных активов компании. Данный тип финансирования можно условно разделить на секьюритизацию существующих активов (existing asset securitisation) и будущих потоков (future flow securitisation). В роли обеспечивающих ценные бумаги активов чаще всего выступают будущие потоки по экспортной выручке, автокредиты, потребительские кредиты, ипотечные кредиты на коммерческую и жилую недвижимость и др.

Первые предпосылки для развития рынка секьюритизации в России появились вскоре после распада Советского Союза, когда страны СНГ начали переход от планового хозяйства к рыночной экономике. В результате преобразований на фоне высоких темпов экономического роста и соответствующего улучшения благосостояния населения происходило создание новых финансовых учреждений: коммерческих банков и частных финансовых организаций, которым предстояло разработать эффективные методы накопле-

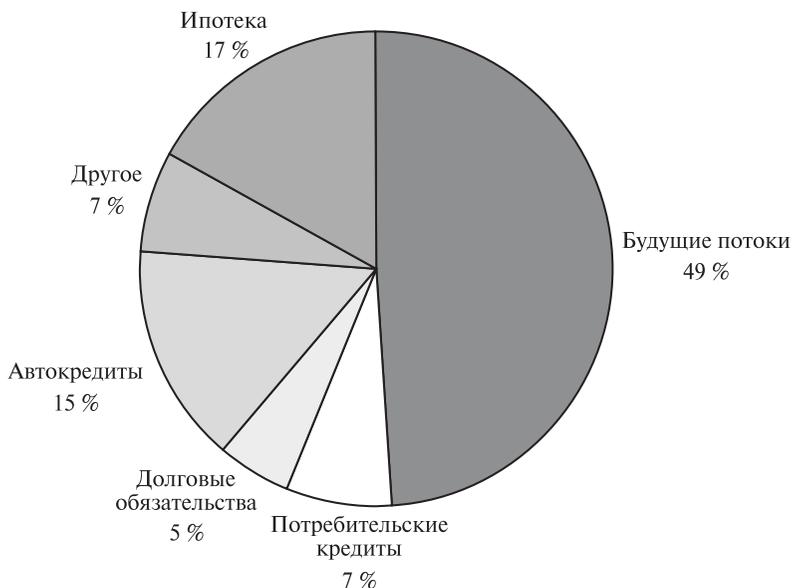


Рис. 5. Секьюритизированные активы 2003–2007 гг. (источник: соответствующие проспекты эмиссий и данные отчетов рейтинговых агентств)

ния, управления и финансирования активов, — и новых рынков: розничного и корпоративного кредитования. Возникновение и последовавшее развитие рынка секьюритизации в России стало логичным продолжением потребности в капитале для финансирования роста банковских активов. Первой сделкой на российском рынке стала секьюритизация будущих потоков: в 2004 г. Газпром привлек 1,25 млрд долл. США, выпустив ноты (notes), обеспеченные будущими экспортными поступлениями. В том же году Росбанк выпустил первый транш сделки по секьюритизации существующих и будущих потоков по кредитным и дебетовым картам. За самый активный период развития рынка секьюритизации (2003–2007 гг.) его объемы достигли 7,5 млрд долл. США (JPMorgan research, May 2008) (рис. 4 и 5).

Секьюритизация является сложно структурированным финансовым продуктом, схематично данный тип сделки можно представить в виде, показанном на рис. 6.

Банк-оригинатор (банк, выпускающий кредиты) организует выдачу кредитов и далее по частям продает кредиты защищенному от банкротства специальному юридическому лицу или компании специального назначения (Special Purpose Vehicle — SPV). SPV (эмитент) приобретает кредиты у банка в течение так называемого «накопительного периода» и формирует кредитный портфель. Приобретение кредитов финансируется за счет заем-



Рис. 6. Процесс секьюритизации активов

ных средств. По окончании указанного периода «накопительное финансирование» заменяется (рефинансируется) заемными средствами, привлеченными на рынках капитала. SPV продает обеспеченные активами облигации инвесторам (держателям облигаций). Такие облигации, скорее всего, будут выпущены в форме еврооблигаций в рублях или евро. Для представления интересов держателей облигаций назначается специальный управляющий (трасти). Для повышения качества кредита и получения желаемого кредитного рейтинга используются: 1) транши, 2) резервный фонд — на покрытие убытков и расходов на обеспечение принудительного исполнения обязательств и 3) субординированный кредит (облигации). Кроме того, на случай дефолта банка в результате нарушения оговоренных условий назначается резервный агент по обслуживанию ценных бумаг.

Сравнительный анализ

Получив краткое представление об основных источниках финансирования на международных рынках капитала, истории их развития на российском рынке, а также процессе структурирования соответствующих сделок, можно перейти к сравнительному анализу описанных выше инструментов. Для сравнения будут взяты основные параметры, соответствующие требованиям заемщиков в зависимости от целей финансирований. Одновременно, данные параметры инструментов иногда выступают и ограничительным фактором и делают тот или иной инструмент недоступным для заемщика.

Срок до погашения выпуска. Как правило, синдицированные кредиты выпускаются на более короткий срок, нежели еврооблигации и секьюритизированные бумаги. Срок до погашения последних обычно привязан к средневзвешенному сроку активов, выступающих обеспечением по данным бумагам. В среднем срок до погашения синдицированных кредитов составляет 1–3 года, в то время как у двух других рассматриваемых инструментов — до 5 лет. В случае секьюритизации ипотечных кредитов, срок которых достигает 20–30 лет, бумаги могут выпускаться со сроком до погашения в 10 лет. Соответственно, в зависимости от требований к периоду финансирования, заемщик может сделать выбор среди предлагаемых инструментов согласно данному параметру.

Сложность структурирования сделки. Среди рассмотренных инструментов финансирования наиболее простым в структурировании является синдицированный кредит. При организации данной сделки требуется вовлечение наименьшего количества сторон. Секьюритизация является наиболее сложным продуктом, так как требуется детальный анализ качества пула активов, структурирования по траншам, вовлечение большого количества участников при организации сделки. Срок подготовки такой сделки, особенно учитывая относительно низкое качество активов российских банков, достигает двух лет, в то время как на подготовку синдицированного кредита отводится до полугода, а еврооблигаций — до года. Заемщикам, которым необходимо привлечь средства в минимальный срок, возможно, стоит прибегнуть к синдицированному кредиту.

Обращение по дефолту (bankruptcy-remote). Данная характеристика является особенной чертой секьюритизации. Фактическим эмитентом ценных бумаг является компания специального назначения (SPV), созданная исключительно с одной целью: выпуск облигаций, обеспеченных активами банка-оригинатора. В случае банкротства оригинатора обслуживание по бумагам будет продолжаться без изменений, так как кредитный риск бумаг не связан с кредитным риском банка. Ценные бумаги в данном случае отражают лишь качество секьюритизируемого портфеля. В случае же банкротства эмитента еврооблигаций или заемщика по синдицированному кредиту происходит дефолт и по данным видам инструментов, и выплаты оставшихся купонов по еврооблигациям и процентных платежей с основным долгом по кредиту входят в пул для распределения обязательств компании перед всеми кредиторами при процедуре банкротства.

Высвобождение капитала (capital release). Данный параметр также является отличительной особенностью сделок секьюритизации. Это связано с тем, что, как правило, кредиты банка продаются SPV, и под их обеспечение выпускаются ценные бумаги. Продавая кредиты, банк списывает их с активных счетов, что приводит к сокращению активов. Как след-

ствие этого, требования к величине требуемого капитала со стороны ЦБ РФ сокращаются. Это является одним из основных преимуществ сделок секьюритизации по отношению к другим источникам финансирования, так как только при данном типе сделок происходит реальная продажа активов. Для некоторых банков-заемщиков высвобождение капитала является основным требованием из-за отсутствия возможности дальнейшего наращивания капитала при растущих активах.

Показатель WACC (weighted average cost of capital, средневзвешенная стоимость капитала). В случае с еврооблигациями и синдицированным кредитом данный показатель остается неизменным, так как стоимость привлечения заемных средств отражает кредитный рейтинг (кредитный риск) всей компании в целом и соответствует стоимости заемных средств компании. В случае же секьюритизации можно достичь улучшения данного показателя, поскольку пул активов может оказаться более высокого качества, чем все активы компании в целом, и выпуску будет присвоен кредитный рейтинг выше корпоративного. За счет этого можно будет снизить среднюю стоимость заемных средств. Показатель WACC учитывается при расчете стоимости компании в качестве дисконтного фактора. Поэтому при понижении стоимости заемных средств путем выпуска секьюритизированных бумаг можно достичь увеличения стоимости компании.

Кредитный рейтинг. При использовании синдицированного кредита в качестве привлечения заемных средств заемщику не придется проходить через процедуру присвоения кредитного рейтинга. Это приводит к более быстрому и простому процессу организации сделки. При выпуске еврооблигаций заемщику необходимо обладать кредитным рейтингом от одного или двух международных рейтинговых агентств. В случае если же заемщику уже был присвоен корпоративный рейтинг, процесс организации сделки ускоряется, так как процедуру присвоения рейтинга проходить не требуется. Присвоив рейтинг, агентство мониторит финансовое состояние компании на регулярной основе и в зависимости от изменения результатов деятельности может изменить присвоенный рейтинг, как в сторону повышения, так и в сторону понижения. При выпуске секьюритизированных бумаг необходимо получение кредитного рейтинга для данного конкретного выпуска. Процедура присвоения такого рейтинга является менее основательной по сравнению с присвоением корпоративного рейтинга, так как в данном случае не требуется детальная проверка состояния всего банка в целом, а лишь активов, выступающих обеспечением. Учитывая, что качество активов в пуле может отличаться от качества активов банка в целом, рейтинг, присвоенный в сделке, может отличаться от корпоративного рейтинга компании (рейтинг может быть выше корпоративного максимум на два пункта). Поэтому при секьюритизации процедуру присвоения рейтинга

Таблица 1

Ставка, как общая стоимость, секьюритизированных облигаций

	Ипотечные кредиты	Потребительские кредиты
Спред	125.0 – 200.0 б.п.	200.0 – 300.0 б.п.
Фиксированные затраты	35.0 – 50.0 б.п.	35.0 – 50.0 б.п.
Ставка по % свопу	640.0 – 680.0 б.п.*	610.0 – 630.0 б.п.**
Стоимость хеджа	40.0 – 60.0 б.п.	40.0 – 60.0 б.п.
Общая стоимость	840.0 – 990.0 б.п.	– 1040.0 б.п.

* 5-летний % своп, спот 06.08.07.

** 3-летний % своп, спот 06.08.07.

проходить надо в обязательном порядке, что удлиняет процесс организации сделки. Но обратной стороной этого является возможность получения более высокого рейтинга и снижения средневзвешенной стоимости капитала, что, в свою очередь, приводит к росту стоимости компании.

Доходность активов (ROA, return on assets). Одним из основных показателей, отражающих эффективность деятельности компании, является доходность активов. Выбор секьюритизации в качестве привлечения заемных средств приводит к сокращению активов за счет продажи пула компании специального назначения, а также к увеличению прибыли за счет возможного сокращения платежей по привлеченным средствам в случае присвоения рейтинга выше, чем корпоративный. В случае использования других заемных средств показатель доходности активов остается неизменным.

Стоимость привлечения. Данный фактор является наиболее важным при выборе источника финансирования. Одной из основных целей банка является максимизация прибыли, которая напрямую зависит от стоимости привлеченных средств.

Для анализа сравнения стоимости были рассмотрены трансакции за период с 2004 по 2007 г. В качестве секьюритизации были взяты сделки с обеспечением ипотечными и потребительскими кредитами, как наиболее распространенными типами активов. Анализ проводился по общим затратам сделок, включая комиссии всем участникам (оценки комиссий были взяты из отчетов рейтинговых агентств, проспектов эмиссий и исследовательских отчетов инвестиционных банков, выступавших в роли организаторов сделок).

В сделках секьюритизации общая стоимость (табл. 1) рассчитывалась как:

спред + фиксированные затраты + ставка свопа + стоимость хеджирования.

Таблица 2

Стоимость сделок в разбивки по кредитному рейтингу

Ориги-натор	Актив	Рейтинг ориги-натора	Класс	Рейтинг	Объем, mln	Ставка купона выпущенных облигаций
Совфин-трейд	Ипотека	A-	A	BBB+	EUR 140,9	1mEURIBOR+130 б.п.
			B	BB	RUR 518,0	8 %
			C	B	RUR 346,0	11 %
			D	n/a	RUR 288,3	12 %
ВТБ	Ипотека	BBB+	A	A+	USD 74,2	1mLibor + 1 %
			B	BBB	USD 10,6	Private Placement
			C	B	USD 3,5	Retained
Город-ской ипотеч-ный	Ипотека	n/a	A-FL	BBB	USD 63,1	1mLibor + 160 б.п.
			B	B+	USD 6,3	9,25 %
			Z	NR	USD 3,1	9,25 %
Делта кредит	Ипотека	A	N/A	A	USD 173,2	1mLibor + 105 б.п.
			B	BBB+	USD 14,5	1mLibor + 145 б.п.
			C	BB+	USD 18,6	1mLibor + 335 б.п.
Моском-мерцбанк	Ипотека	n/a	A	BBB	USD 159,1	1mLibor + 175 б.п.
			B	BB	USD 16,2	1mLibor + 525 б.п.
			C	n/a	USD 4,5	NR
Банк «Русский стандарт»	Потре-битель-ские кредиты	BB	A-1	Baa2/BBB	EUR 228,3	1mEURIBOR + 165 б.п.
			A-2	Ba2/BB-	EUR 39,3	1mEURIBOR + 350 б.п.
			B	Ba2/BB-	EUR 32,4	1mEURIBOR + 325 б.п.
Хоум кредит	Потре-битель-ские кредиты	BB-	A-1	Baa2	EUR 125	1mEURIBOR + 250 б.п.
			A-2	Ba2	EUR 125	1mEURIBOR + 525 б.п.
			B	Ba3	EUR 125	1mEURIBOR + 500 б.п.

Исключая комиссионные затраты и стоимость свопа с затратами на хедж в разбивки по рейтингам выпусков, стоимость сделок секьюритизации ипотечных и потребительских кредитов можно представить в виде табл. 2.

Стоимость привлечения *синдицированных кредитов* (табл. 3) рассчиты-валась как:

спред + фиксированные затраты + ставка 3m Libor (бенчмарк на 06.08.2007).

Таблица 3

Ставка, как общая стоимость, синдицированных кредитов

Рейтинг	Срок до погашения	Спред*	
BBB+	18	30 б.п.	Спред BBB+ 30.0 – 45.0 б.п. BB- 90.0 б.п. В+/В/В- 60.0 – 390.0 б.п. Фиксированные затраты 20.0 – 30.0 б.п. Бенчмарк 510.0 б.п. Общая стоимость BBB+ 560.0 – 585.0 б.п. BB- 620.0 – 630.0 б.п. В+/В/В- 590.0 – 930.0 б.п.
BBB+	36	40 б.п.	
BBB+	60	45 б.п.	
BB-	36	90 б.п.	
В+	12	60 – 90 б.п.	
В+	18	110 б.п.	
В	18	120 б.п.	
В-	12	280 – 390 б.п.	
В-	36	100 б.п.	

* Средний спред по сделкам со схожими характеристиками (рейтинг и срок до погашения) над ставкой 3m Libor.

Стоимость привлечения *евроблигаций* (табл. 4) рассчитывалась как:

спред (доходность к погашению) + фиксированные затраты.

Таблица 4

Ставка, как общая стоимость, синдицированных кредитов

Рейтинг	Срок до погашения	Объем выпуска, млн долл США	Доходность к погашению (на 06.08.2007), %	
BBB+	120	1,250	6.9	Спред BBB+/BBB 690.0 – 720.0 б.п. BB+/BB/BB- 780.0 – 1000.0 б.п. В+/В/В- 740.0 – 1050.0 б.п. Фиксированные затраты 25.0 – 35.0 б.п. Общая стоимость BBB+/BBB 715.0 – 755.0 б.п. BB+/BB/BB- 805.0 – 1035.0 б.п. В+/В/В- 765.0 – 1085.0 б.п.
BBB-	120	400	7.2	
BB+	120	300	9.3	
BB+	36	250 – 425	8.5	
BB	36	400	9.9	
BB-	36	200 – 400	7.8 – 10.0	
BB-	60	225 – 500	9.2 – 9.4	
В+	18	150	8.7	
В+	24	175	8.7	
В+	36	175 – 200	9.2 – 10.3	
В	36	100 – 400	7.4 – 10.5	
В-	36	100 – 300	9.2 – 10.4	

Таблица 5

Факторы	Синдицированные кредит	Еврооблигации	Секьюритизация
Описание	Кредиты предоставляются несколькими финансовыми институтами на совместной основе	Облигации выпускаются в валюте, отличной от валюты страны выпуска	Облигации, обеспеченные денежным потоком по активам
Срок	1–3 года (5 лет возможно для лидеров на рынке)	До 5 лет	До 5 лет (до 10 в случае ипотеки)
Сложность структурирования сделки	Низкая	Средняя	Высокая
Обращение по дефолту	Да	Да	Нет
Высвобождение капитала	Нет	Нет	Да
Улучшение WACC	Нет	Нет	Да
Рейтинг	Не требуется	Да	Да
Доходность активов	Не изменяется	Не изменяется	Повышается
Стоимость привлечения	Высокая	Средняя	Низкая

Следует отметить, что данные расчеты являются довольно приближенными. Однако с их помощью можно составить представление о стоимости привлечения средств для российских банков на международных рынках. В целом, сравнивая еврооблигации и синдицированные кредиты, можно сделать вывод о том, что при одном и том же кредитном рейтинге второй инструмент оказался более дешевым. Однако не следует забывать тот факт, что еврооблигации являются более длинным инструментом, а значит и более дорогим. Кроме того, в случае отсутствия рейтинга, при прочих равных условиях, стоимость синдицированного кредита возрастет и может превысить стоимость еврооблигаций за счет меньшей прозрачности деятельности заемщика. Стоимость сделок секьюритизации в целом оказалась ниже двух других инструментов. Это объясняется более высоким качеством активов в пуле, а также уменьшением кредитного риска структуры в целом (credit enhancement) за счет создания SPV, трасти, защитного агента и др.

Итоги проведенного сравнительного анализа приведены в табл. 5.

Заключение

Рынок финансовых инструментов предоставляет выбор участникам при поиске источников финансирования, а с течением времени выбор усложняется, поскольку появляются новые, более сложные продукты. Каждое из средств обладает своими характеристиками и рядом преимуществ и недостатков. Исходя из этого, заемщику стоит четко сформулировать критерии поиска и основные цели финансирования, что упростит выбор подходящего инструмента. Проведенный анализ структурировал сравнение трех основных источников заемных средств, а именно, синдицированных кредитов, еврооблигаций и секьюритизации. Российские банки впоследствии могут воспользоваться приведенной в данной статье методологией при выборе источника финансирования. Однозначный ответ на вопрос, какой инструмент предпочтительнее другого, дать довольно затруднительно, так как все зависит от предпочтений заемщика. В целом, если требуются более короткие средства в минимальный срок, то стоит прибегнуть к синдицированному кредиту. Если же основной проблемой банка является отсутствие возможности дальнейшего наращивания капитала или же путем привлечения финансирования ожидается улучшение финансовых показателей, то стоит использовать секьюритизацию. Однако в данном случае банк должен быть готов пройти через долгий и сложный процесс структурирования сделки. Еврооблигации представляют собой очень гибкий инструмент с возможностью привлечения фондирования на более длительный срок, чем в случае с синдицированным кредитом, и пройдя при этом менее сложный процесс организации транзакции.

Анализируя кредитный рынок, невозможно не упомянуть о влиянии на него кризиса ликвидности, который начался в США в 2007 г., причиной которого собственно и послужило чрезмерное финансирование рискованных активов. Как уже было сказано, проведенный в этой статье анализ является правомерным в случае относительно стабильного рынка, наличия ликвидности и активности игроков. Именно поэтому и был взят период наибольшей активности кредитного рынка в России. Однако следует отметить, что российский рынок только начал развиваться, и нестабильность развивающемуся рынку присуща вне зависимости от глобальных кризисов, поэтому вполне правомерно сократить временной ряд для проведения анализа на участке времени с наибольшей активностью.

О будущем существующих источников финансирования на данный момент однозначный ответ предоставить достаточно сложно. Можно лишь сделать вывод о том, что кредиторы стали более консервативно подходить к оценкам риска, вести более строгий риск-менеджмент. Значительно сократились объемы рынка сложных структурированных продуктов, таких как секьюритизация, сложные деривативы. На первый план вышли более

простые, прозрачные продукты, риск которых менее завуалирован. Однако, вероятнее всего, продуктовая сетка на рынке заемных средств в той или иной форме расширится вновь, поэтому значимость сравнительного анализа различных источников фондирования и интерес к нему не теряют своей актуальности.

Литература

1. Financial markets and Corporate strategy. Mark Grinblatt and Sheridan Titann. McGraw-Hill/Irwin, 2001.
2. Emerging Markets Outlook and Strategy. JPMorgan research, 01.02.2008.
3. Securitisation in Russia: Some Legal Issues. Mayer Brown LLP, сентябрь 2007.
4. World Financial Markets: Emerging Markets. JPMorgan research, 15.03.2007.
5. 2007 Review and 2008 Outlook: EMEA New Markets Structured Finance: Continued Activity Shadowed by Market Turmoil; Further Diversification Expected in 2008. Moody's, 11.02.2008.
6. Базы данных рейтинговых агентств: Standard and Poor's, Moody's, Fitch Ratings.
7. Глоссарий терминов ипотечного финансирования и секьюритизации. Moody's и Международная финансовая корпорация (IFC). 31.10.2007.
8. Данные из опубликованных Отчетов о новых эмиссиях (New Issue Reports) и Предварительных отчетах о новых эмиссиях (Presale Reports) для соответствующих сделок. Moody's, Fitch Ratings, Standard and Poor's. 2005–2007.
9. Обзор рынка вкладов физических лиц. Государственная корпорация «Агентство по страхованию вкладов», 2008.
10. Берзон Н. Рынок еврооблигаций — ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. 2000. № 9. С. 73–75.
11. [Электронный ресурс] www.cbonds.info