

Управленческий анализ инструментов привлечения международного финансирования

Тарасов Алексей Аркадьевич

канд. экон. наук, EMBA, Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации, г. Москва, Российская Федерация, ORCID: 0000-0002-7902-5619, e-mail: alexey.tarasov@outlook.com

Аннотация

Синдицированные кредиты и еврооблигации являются основными механизмами привлечения международного финансирования. В статье рассматривается доступный российским корпоративным заемщикам инструментальный рынков синдицированного кредитования и еврооблигаций: бридж-кредиты, револьверные кредитные линии, срочные и предэкспортные сделки, проектное финансирование; выпуски с одним/несколькими траншами, рублевые еврооблигации, эталонные выпуски, долгосрочные еврооблигации.

Синдицированные кредиты и еврооблигации являются сложными финансовыми инструментами, которыми пользуются корпорации следующего профиля: (1) ведущие компании 1-го и 2-го эшелона с опытом привлечения международного финансирования; (2) лидеры своих отраслей (входят в топ-5 по доле рынка) с годовой выручкой от 500 млн долл. США; (3) компании с существенной долей экспортных операций и соответствующей валютной выручкой для выплаты процентов и погашения кредитов и облигаций, номинированных в долл. США и/или евро; (4) заемщики и эмитенты с наличием кредитных рейтингов от международных рейтинговых агентств; (5) компании с аудированной отчетностью по МСФО. Приводится SWOT-анализ данных финансовых инструментов, а также сравнительный анализ, включающий такие параметры, как отраслевая специфика, ликвидность, публичность.

В рамках сравнительного анализа рассматривается график реализации сделки по привлечению синдицированного кредита и размещению выпуска еврооблигаций. Данный график включает пять этапов: подготовка корпорации к сделке, взаимодействие с банками, процесс синдикации, разработка юридической документации, получение компанией денежных средств. К основным характеристикам синдицированного кредитования относятся гибкость структуры кредита, скорость закрытия сделки и конфиденциальность информации. Именно поэтому синдицированный кредит подходит для быстрого привлечения финансирования от нескольких ключевых банков заемщика в случае приобретения другой компании. В качестве долгосрочного решения возможно дальнейшее рефинансирование кредита выпуском еврооблигаций. В работе делается вывод, что для ведущих корпораций оптимальный выбор между кредитами и облигациями заключается в комбинированном использовании данных инструментов для решения финансовых задач.

Ключевые слова: еврооблигации, корпоративное управление, международные банки, международные рынки капитала, привлечение корпоративного финансирования, процесс синдикации, синдицированные кредиты, структурированные финансы.

Цитирование: Тарасов А.А. Управленческий анализ инструментов привлечения международного финансирования // Управление. 2020. № 2. С. 57–62.



Managerial analysis of instruments for raising international financing

Tarasov Alexey

Candidate of Economic Sciences, EMBA, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation, Moscow, Russia,

ORCID: 0000-0002-7902-5619, e-mail: alexey.tarasov@outlook.com

Abstract

Syndicated loans and eurobonds are the major mechanisms for raising international financing. In this article the following types of financial instruments available to Russian corporate borrowers in the syndicated loans and eurobonds markets are considered: bridge loans, revolving credit facilities, terms and pre-export loans, project finance; bonds with one/several tranches, ruble-denominated eurobonds, benchmark and long-term bonds.

Syndicated loans and eurobonds are complex financial instruments available for corporations with the following profiles: (1) leading 1st and 2nd tier and companies with a track-record of raising international financing; (2) industry leaders (top-5 by market share) with annual revenue exceeding USD 500 mln; (3) companies with a significant share of export operations and foreign currency revenue that is required for the payment of interest and principal amounts of the loans and bonds; (4) borrowers and issuers with credit ratings from the international rating agencies; (5) companies with audited accounts prepared in accordance with IFRS. The SWOT-analysis of these financial instruments is given, as well as the comparative analysis that includes the following parameters: industry specifics, liquidity, publicity.

As part of the comparative analysis the execution schedule for syndicated loans and eurobonds transactions is considered. This schedule includes five stages: preparing the corporation for the transaction, working with banks, the syndication process, drafting the legal documentation, receiving the funds by the firm. The main characteristics of syndicated loans include flexibility of the structure, fast execution process and information confidentiality. This is why a syndicated loan is suitable for quickly raising financing from several key banks of the borrower in the case of an acquisition of another company. As the long-term solution, such loans can be then refinanced by eurobonds. The paper concludes that for the leading corporations the optimal choice between loans and bonds lies in the combined use of these instruments to solve various financial problems.

Keywords: corporate governance, eurobonds, international banks, international capital markets, raising corporate finance, structured finance, syndicated loans, syndication process.

For citation: Tarasov A.A. Managerial analysis of instruments for raising international financing (2020) *Upravlenie*, 8 (2), pp. 57–62. DOI: 10.26425/2309-3633-2020-2-57-62



В статье [1] рассмотрены вопросы привлечения международного финансирования с точки зрения участия в данном процессе топ-менеджеров корпорации. На примере основных инструментов рынков капитала — синдицированных кредитов и еврооблигаций — проанализированы основные структурные параметры, роли и функции участников, ключевые маркетинговые материалы и этапы реализации сделок.

Синдицированные кредиты и еврооблигации относятся к числу основных инструментов привлечения международного корпоративного финансирования [3; 4]. Во многом эти инструменты не только конкурируют, но и дополняют друг друга, что подтверждается использованием крупнейшими компаниями комбинаций кредитов и облигаций [2; 6].

Данная работа посвящена управленческому анализу инструментов привлечения международного финансирования на рынках синдицированных кредитов и еврооблигаций. В первом разделе описан доступный корпоративным заемщикам инструментарий данных рынков. Во втором разделе приведен анализ сильных и слабых сторон, возможностей и угроз (strengths, weaknesses, opportunities, threats, далее — SWOT-анализ) финансовых инструментов. Третий раздел посвящен сравнительному анализу синдицированных кредитов и еврооблигаций и включает график реализации сделки по привлечению финансирования на международном рынке капитала.

В статье сделан вывод, что синдицированные кредиты и еврооблигации являются специализированными финансовыми инструментами, каждый из которых обладает своим набором преимуществ. При этом для ведущих корпораций оптимальная стратегия заключается в комбинированном использовании данных инструментов для решения таких задач, как финансирование сделок по слияниям и поглощениям (mergers and acquisitions, далее — M&A), инвестиционных программ и проектов развития.

Инструментарий корпоративного финансирования

В данном разделе рассматриваются типы сделок по привлечению международного финансирования с рынков синдицированных кредитов и еврооблигаций.

Начнем с описания сделок синдицированного кредитования:

1. Бридж-кредит. Краткосрочный кредит сроком от 6 месяцев до 1 года, которые корпорации привлекают для финансирования сделок по слияниям и поглощениям (Mergers and acquisitions, далее — «M&A»), а затем выплачивают либо через привлечение более долгосрочных кредитов, либо путем

размещения еврооблигаций. Объем данных кредитов зависит от суммы сделки M&A.

2. Револьверная кредитная линия. Также краткосрочный кредиты сроком от 1 года до 3 лет, привлекаемый для целей пополнения оборотного капитала корпорации.

3. Срочный кредит. Базовый инструмент рынка синдицированного кредитования, который применяется корпорациями для финансирования общекорпоративных целей (рефинансирование, капитальные вложения). Средний объем кредита — 500 млн долл США; валюта кредита — долл. США или евро; срок до погашения — 3–5 лет.

4. Предэкспортные сделки. Данным инструментом пользуются ведущие российские экспортеры для привлечения денежных средств в иностранной валюте сроком на 5 лет и более. Предэкспортные кредиты являются специализированным видом финансирования, так как предполагают достаточно сложную структуру обеспечения, включающую залог экспортных контрактов, банковских счетов, а также предоставления внутригрупповых гарантий и поручительств. Средний объем предэкспортного кредита — 800 млн долл. США.

5. Проектное финансирование. Крупные сделки для финансирования новых производственных мощностей, развития инфраструктуры, строительства транспортных средств. В основном это значимые для развития экономики проекты, ориентированные на экспортные рынки и использующие современные технологии производства. При данном виде финансирования банки предоставляют денежные средства объемом более чем 1,0 млрд долл. США, сроком более чем на 7 лет.

На рынке еврооблигаций для российских корпораций доступно размещение бумаг в различных валютах и с различными сроками.

1. Выпуск с одним траншем. Основной инструмент рынка еврооблигаций, который используется корпорациями для финансирования общекорпоративных целей. Средний объем размещения — 500 млн долл. США; валюта — долл. США или евро; срок обращения — 3–5 лет.

2. Выпуски с несколькими траншами. Подобные бумаги включают, как правило, два транша в разных валютах и с разными сроками. Например, 3-летний транш в долл. США и 5-летний транш в евро. Объем подобных размещений составляет более 750 млн долл. США.

3. Еврооблигации, номинированные в рублях. Важный для рынка инструмент, позволяющий крупнейшим корпорациям привлекать рублевое финансирование сроком до 5 лет.

4. Эталонные выпуски. Крупнейшие корпорации размещают бумаги объемом около 1 млрд долл. США сроком на 5 лет. Подобные выпуски достаточно ликвидны и поэтому привлекают повышенный интерес со стороны инвесторов.

5. Долгосрочные еврооблигации. Подобные выпуски со сроком обращения до 7 лет доступны заемщикам 1-го эшелона с высокими кредитными рейтингами.

SWOT-анализ сделок на рынках капитала

Вследствие того, что синдицированные кредиты и еврооблигации являются достаточно сложными финансовыми инструментами, ими пользуются корпорации следующего профиля:

- ведущие компании 1-го и 2-го эшелонов с опытом привлечения международного финансирования.

- лидеры своих отраслей (входят в топ-5 по доле рынка) с годовой выручкой от 500 млн долл. США;
- с точки зрения финансового профиля, необходимо наличие существенной доли экспортных операций и валютной выручки для выплаты процентов и погашения кредитов и облигаций, номинированных в долл. США и/или евро.

- важным требованием является наличие кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств (особенно при размещении еврооблигаций);
- Подготовка и предоставление кредиторам и инвесторам аудированной отчетности, составленной согласно международным стандартам.

Перейдем к SWOT-анализу рассматриваемых финансовых инструментов.

Таким образом, комбинируя инструменты из таблиц 1, 2, российские корпорации получают

Таблица 1

SWOT-анализ синдицированных кредитов

Table 1. SWOT analysis of syndicated loans

Преимущества	Недостатки
Привлечение существенных объемов финансирования в иностранной валюте от международных банков Быстрый и отлаженный процесс реализации сделки Снижение юридических рисков за счет использования типовой документации	Достаточно высокие транзакционные издержки привлечения финансирования Выполнение требований и ограничений кредитного договора Необходимость раскрытия существенного объема информации касательно деятельности заемщика
Возможности	Угрозы
Диверсификация базы фондирования за счет участие в сделке новых кредиторов Привлечение денежных средств для совершения сделок по слияниям и поглощениям Финансирование органического развития бизнеса за счет сделок проектного финансирования	Ухудшение финансовых показателей заемщика вследствие увеличения долговой нагрузки Возможное понижение кредитного рейтинга от международных рейтинговых агентств В случае невыполнения условий кредитного договора – штрафы и требование досрочного погашения кредита

Составлено автором по материалам исследования / Compiled by the author on the materials of the study

Таблица 2

SWOT-анализ еврооблигаций

Table 2. SWOT analysis of Eurobonds

Преимущества	Недостатки
Привлечение существенных объемов финансирования в различных иностранных валютах Для опытных эмитентов - быстрый и отлаженный процесс реализации сделки Формирование положительной кредитной истории среди международных инвесторов	Достаточно дорогой инструмент привлечения финансирования, высокие транзакционные издержки Высокая зависимость успешности сделки от макроэкономических факторов «Жесткая» структура, не позволяющая корпорациям решать специализированные финансовые проблемы
Возможности	Угрозы
Диверсификация базы инвесторов корпорации за счет привлечения финансирования от институциональных инвесторов При благоприятных рыночных факторах - рефинансирование текущего кредитного портфеля Привлечение существенных денежных средств для совершения сделок по слияниям и поглощениям	Закрытие рынка при неблагоприятных макроэкономических факторах Валютные риски и риски фиксированных процентных ставках могут оказывать негативное влияние на финансовое положение эмитента При ухудшении финансовых показателей возможно понижение кредитного рейтинга корпорации

Составлено автором по материалам исследования / Compiled by the author on the materials of the study

возможность составлять оптимальную для своей деятельности структуру капитала.

Сравнительный анализ синдицированных кредитов и еврооблигаций

Рассматривая основные структурные и транзакционные параметры еврооблигаций и синдицированных кредитов, проведем сравнительный анализ данных инструментов.

1. Структура. Синдицированный кредит является более гибким инструментом, который можно структурировать под конкретную финансовую задачу (учитывая, например, распределение во времени денежных потоков). Облигации, в силу своей природы, имеют более «жесткую» структуру.

2. Рейтинг. Для синдицированных кредитов наличие рейтинга является положительным, но необязательным, фактором успешной сделки. Но для размещения еврооблигаций кредитный рейтинг соответствующего уровня (как правило – не ниже инвестиционного) является необходимым условием.

3. Отраслевая специфика. Рынок еврооблигаций доступен для эмитентов первого эшелона из ведущих экспортирующих отраслей, а также для крупнейших банков. Рынок синдицированных кредитов открыт для заемщиков не только 1-го, но и 2-го, эшелона из более широкого круга отраслей, включая промышленность, транспорт, торговлю.

4. Ковенанты. У синдицированных кредитов более обширная база ковенант и ограничений, включая: заверения и гарантии, общие ковенанты, финансовые ковенанты, случаи дефолта, предварительные условия выдачи кредита.

5. Инвесторы. База инвесторов у рассматриваемых инструментов существенно различается. Если в синдицированных кредитах деньги предоставляют, как правило, коммерческие банки, то в еврооблигации инвестируют также инвестиционные банки, управляющие и страховые компании, а также хедж-фонды.

6. Ликвидность. Несмотря на существование вторичного рынка синдицированных кредитов, у еврооблигаций имеется биржевой листинг, вследствие чего данный инструмент является более ликвидным.

7. Публичность. Еврооблигации являются публичным инструментом, в отличие от синдицированных кредитов. Это связано с тем, что листинг выпуска на международных биржах требует существенного раскрытия информации касательно деятельности и финансов эмитента.

8. Реализация сделки. Размещение еврооблигаций является более сложным процессом, так как включает больше участников (аудиторы, регуляторы, биржи). Поэтому корпоративным финансистам

следует быть готовыми к более высоким, по сравнению с синдицированным кредитом, издержкам по времени и затратам.

К основным характеристикам синдицированного кредитования относятся гибкость структуры кредита, скорость закрытия сделки и конфиденциальность информации. Именно поэтому синдицированный кредит подходит для быстрого привлечения финансирования от нескольких ключевых банков заемщика в случае приобретения другой компании. В качестве долгосрочного решения возможно дальнейшее рефинансирование кредита выпуском еврооблигаций [8].

При этом у данных инструментов есть много схожих аспектов. Отметим важность подготовки и правильного структурирования сделки [7]. Заемщик должен подготовить качественный информационный пакет, включающий презентацию, составленную согласно международным стандартам финансовую отчетность, прогнозную модель, стратегию, аналитические обзоры рынков, необходимые юридические документы.

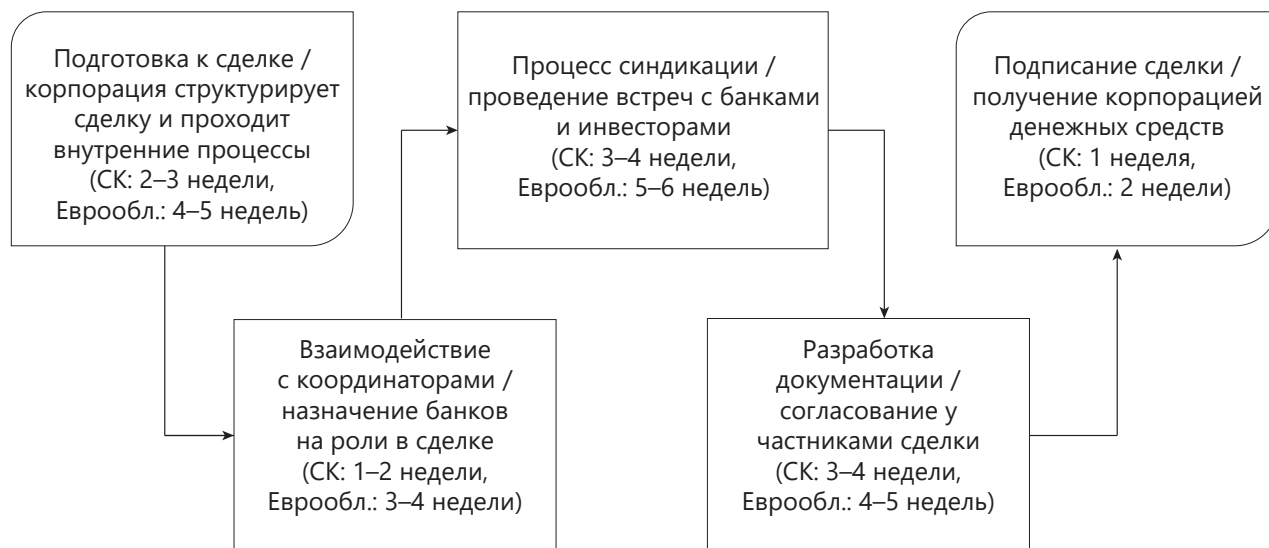
Необходимо внимательно подойти к назначению организаторов кредита и менеджеров облигационного выпуска [5]. Банки, назначаемые на данные роли, должны иметь существенный опыт работы на международных рынках капитала, доступ к инвесторам и детальное знание заемщика и его отрасли (см. таблицы 2 и 4 в статье [1]).

Одним из важнейших элементов сделки является подготовка юридической документации. Над полным пакетом документов сделки работают юридические консультанты, назначаемые из числа крупнейших международных юридических фирм. Срок работы над документацией зависит от сложности сделки, а также от количества итераций различных документов (во время которых собираются комментарии всех участников транзакции).

Для каждой сделки составляется четкий график, с указанием основных этапов и ответственных за их реализацию сторон. Несмотря на то, что данный график может корректироваться по мере необходимости, для еврооблигаций, в силу ряда транзакционных причин, он является более длительным (см. рис. 1).

Заключение

В работе детально рассмотрены ключевые управленческие аспекты привлечения международного финансирования с рынков синдицированных кредитов и еврооблигаций. Синдицированные кредиты и еврооблигации являются специализированными финансовыми инструментами, каждый из которых обладает своим набором преимуществ. У еврооблигаций более жесткая структура и сложный



Составлено автором по материалам исследования / *Compiled by the authors on the materials of the study*

Рис. 1. Процесс реализации сделки по привлечению синдицированного кредита («СК») и размещению выпуска еврооблигаций («Еврообл.»)

Fig. 1. The process of implementing the transaction to attract syndicated credit and to issue Eurobonds

процесс размещения бумаг, но это ликвидный рыночный инструмент. Синдицированные кредиты позволяют структурировать сделку согласно требованиям каждого конкретного заемщику.

При этом для ведущих корпораций оптимальный выбор между ними заключается в совместном использовании данных инструментов для решения финансовых задач. На рынке синдицированного кредитования следует использовать широкий спектр

инструментов кредитного рынка для решения «точечных» задач: от револьверных кредитных линий до проектного финансирования. Крупным корпорациям важно иметь кривую доходности на рынке еврооблигаций для оценки текущей стоимости заимствований, для чего необходимо размещать ликвидные «эталонные» выпуски в различных валютах и с различными сроками обращения.

Библиографический список

1. Тарасов, А. А. Роль топ-менеджера в привлечении международного финансирования // Управление. 2018. № 1. С. 20–24.
2. Agarwal, Y. Capital structure decisions: evaluating risk and uncertainty. Wiley, 2013. 272 p.
3. Campbell, M., Weaver, C. Syndicated lending: practice and documentation. 7th ed. Harriman House, 2019. 762 p.
4. Maxwell, W., Shenkman, M. Leveraged financial markets: a comprehensive guide to loans, bonds, and other high-yield instruments. McGraw-Hill, 2010. 416 p.
5. Fleuriet, M. Investment banking explained. 2nd ed. McGraw-Hill, 2018. 336 p.
6. Pettit, J. Strategic corporate finance: applications in valuation and capital structure. Wiley, 2011. 304 p.
7. Rhodes, T. Encyclopedia of debt finance. 2nd ed. Euromoney Institutional Investor, 2012. 276 p.
8. Strumeyer, G., Swamy, S. The capital markets: evolution of the financial ecosystem. Wiley, 2017. 648 p.

References

1. Tarasov A. A. Rol top-menedzhera v privlechenii mezhdunarodnogo finansirovaniya [*The role of top-manager in raising international financing*], Upravlenie, 2018, no. 1, pp. 20–24.
2. Agarwal Y. Capital structure decisions: evaluating risk and uncertainty, Wiley, 2013, 272 p.
3. Campbell M., Weaver C. Syndicated lending: practice and documentation, 7th ed. Harriman House, 2019, 762 p.
4. Maxwell W., Shenkman, M. Leveraged financial markets: a comprehensive guide to loans, bonds, and other high-yield instruments. McGraw-Hill, 2010, 416 p. Fleuriet M. Investment banking explained, 2nd ed, McGraw-Hill, 2018, 336 p.
5. Fleuriet M. Investment banking explained, 2nd ed. McGraw-Hill, 2018, 336 p.
6. Pettit J. Strategic corporate finance: applications in valuation and capital structure, Wiley, 2011, 304 p.
7. Rhodes T. Encyclopedia of Debt Finance, 2nd ed, Euromoney Institutional Investor, 2012, 276 p.
8. Strumeyer G., Swamy S. The capital markets: evolution of the financial ecosystem, Wiley, 2017, 648 p.