



Instruments of attraction of the borrowed current assets for major structures of metallurgical branch are examined.

А. Е. НИКИФОРОВ, РУП «БМЗ», Л. М. КРАВЕЦ, БГЭУ, А. С. ВОРОЖУН, ГГУ им. Ф. Скорины

УДК 669.

МЕТОДЫ ФИНАНСИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ КРУПНЫХ СТРУКТУР МЕТАЛЛУРГИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ

Сегодня предприятия металлургии сталкиваются с большой потребностью в финансовых ресурсах для увеличения экспорта продукции, развития импортозамещения, снижения удельных расходов сырьевых и топливно-энергетических ресурсов, улучшения экологических характеристик действующих производств. При выборе инструментов финансирования следует учитывать ряд особенностей деятельности крупных металлургических структур:

- для решения поставленных задач им необходимо приобретать не просто новое, а уникальное дорогостоящее оборудование;
- финансирование инвестиционных проектов необходимо осуществлять в валютных ресурсах, так как отвечающее мировому уровню оборудование приобретается за рубежом;
- объем капитальных вложений в такие проекты исчисляется десятками миллионов евро, вследствие чего велико влияние даже незначительных колебаний валютных курсов и процентных ставок.

С этой точки зрения представляется весьма актуальной задача сравнительного анализа трех основных инструментов международного заимствования банковского кредита, финансового лизинга или эмиссии долговых ценных бумаг.

Наиболее дешевый *банковский кредит* может быть предоставлен банком-нерезидентом через открытие кредитной валютной линии. Для таких стран, как Беларусь в связи с ее низким кредитным рейтингом, это чаще всего происходит с участием банка-резидента, поскольку иностранным банкам проще работать по межбанковской линии, к тому же, появляется возможность получения дополнительных гарантий в случае неисполнения кредитополучателем своих обязательств. Тем не менее, для крупных металлургических компаний (хол-

дингов) возможно получение прямых кредитов иностранных банков после определения и оценки их персонального кредитного рейтинга инобанком. В частности, Белорусский металлургический завод – флагман отечественной металлургии и предприятия, входящие в одноименную холдинговую структуру (ПО «БМЗ»), неоднократно получали иностранные кредиты без участия в схеме кредитования белорусских банков.

Кредиты в рамках иностранных кредитных линий являются, как правило, связанными (товарными) и могут быть использованы только для закупки товаров и услуг страны, предоставляющей экспортный кредит. При этом ни кредитополучатель, ни белорусский банк не получают денежные средства на расчетный счет. Иностранный банк перечисляет денежные средства продавцу оборудования и приобретает права требования к белорусскому банку, который в свою очередь приобретает права требования к кредитополучателю. В дальнейшем кредитополучатель погашает задолженность по основному долгу и процентам путем перечисления денежных средств белорусскому банку, который в свою очередь перечисляет указанную сумму за минусом процентной маржи иностранному банку.

Важной особенностью этого вида кредитования является участие национальных экспортных кредитных агентств, которые предоставляют страховое или гарантийное покрытие для финансирующих банков. Эти специализированные структуры создаются государством при участии банков и страховых компаний: «EULER HERMES» в Германии, «OeKB» в Австрии, «COFACE» во Франции, «SACE» в Италии, «SINOSURE» в Китае, «EGAP» в Чехии, «KUKU» в Польше и др. Услуги агентства по страхованию экспортно-импортных



Рис. 1. Механизм кредитования инвестиционного проекта при помощи иностранной кредитной линии

операций оплачиваются кредитополучателем, для чего с банком может быть согласована дополнительная кредитная линия.

Таким образом, механизм кредитования за счет иностранной кредитной линии показан на рис. 1.

Участие в схеме расчета белорусского банка, с одной стороны, упрощает расчеты и уменьшает кредитный риск, а с другой – приводит к удорожанию кредита. Снизить стоимость кредита можно ограничив участие белорусского банка предоставлением платежной гарантии, что также снижает кредитный риск финансирующей стороны – инобанка. Как уже отмечалось, для крупной предпринимательской структуры металлургической отрасли, которая успешно работает на внешних рынках и активно сотрудничает с международными финансовыми институтами, выгодным будет заключение прямого кредитного соглашения с иностранным банком.

Основными условиями предоставления кредита за счет средств иностранных кредитных линий, определяемых специальными правилами Организации экономического сотрудничества и развития, являются следующие:

- финансирование осуществляется на сумму не более 85% суммы контракта, т. е. аванс 15% должен быть оплачен за счет иных источников (это могут быть собственные средства или другая кредитная линия);
- страной происхождения товаров должна быть страна, в которой расположен финансирующий банк (однако допускается финансирование поставок из других стран Европейского Союза и Центральной и Восточной Европы);

- минимальная сумма кредита для банков, например, Германии и Республики Польша должна составлять 1 млн. евро или 1 млн. долл. США, в случае прямого кредита эта сумма, как правило, не ниже 5 млн. евро (в противном случае, не окупаются организационные расходы инобанка);

- погашение кредита осуществляется, как правило, ежемесячно со следующего после выделения кредита месяца, если не предоставляется так называемый льготный период.

К преимуществам кредитования за счет иностранных кредитных линий следует отнести широкую географию выбора поставщиков и иностранных банков; значительный срок предоставления ресурсов; относительно низкую процентную ставку; возможность отсрочки погашения основного долга по кредиту до момента ввода объекта в эксплуатацию (льготный период).

Необходимо отметить, что недостаточно устойчивое финансовое положение претендента на получение иностранного кредита, отсутствие кредитной истории, низкий кредитный рейтинг страны могут быть основанием для выдвижения в качестве обязательного условия выделения иностранного кредита предоставление в пользу финансирующего банка платежной гарантии Правительства Республики Беларусь. Получение такой гарантии предполагает прохождение целого ряда процедур: экспертиза инвестиционного проекта в министерствах промышленности, экономики и финансов Республики Беларусь; одобрение проекта целым рядом органов государственного управления; последующее рассмотрение проекта на Валютно-кредитной комиссии при Совете Министров

Республики Беларусь. Это значительно усложняет весь процесс и может привести к существенному затягиванию начала финансирования проекта.

Как известно, одним из наиболее важных параметров всякого кредитного договора является стоимость кредита, или процентная ставка. Стоимость кредита из средств иностранной кредитной линии имеет сложный алгоритм расчета и зависит от ставки Libor или Euribor, маржи иностранного банка, размера и условий оплаты прочих обязательных платежей (управленческого сбора, сбора за резервирование, страховой премии, налога на доходы нерезидента и др.). Ориентировочная годовая процентная ставка для предприятий-заемщиков Республики Беларусь находится в настоящее время на уровне 9–12% годовых. Как известно, получить валютный кредит по такой ставке в банках республики практически невозможно.

Кроме того, следует учитывать, что одним из обязательных платежей при финансировании проекта из средств иностранной кредитной линии является уплата страховой премии, размер которой в значительной степени определяется кредитным рейтингом самого заемщика и страны, которую он представляет, а также сроком кредита. В настоящее время ориентировочный размер страховой премии (в процентах от суммы кредита) вне зависимости от страны финансирующего банка составляет для кредитов на 3 года – не менее 6%, на 5 лет – не менее 9%.

Еще одним значимым инструментом финансирования крупных инвестиционных проектов на сегодняшний день является *финансовый лизинг*. Согласно Гражданскому Кодексу Республики Беларусь, по договору лизинга (финансовой аренды) лизингодатель может принять на себя обязательство приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного продавца и предоставить его лизингополучателю за плату во временное владение для предпринимательских целей. При этом финансовым лизингом признается такой, при котором лизинговые платежи в течение всего срока лизинга обеспечивают возмещение лизингодателю не менее 75% контрактной стоимости объекта сделки независимо от того, завершается сделка выкупом этого объекта лизингополучателем или его возвратом лизингодателю.

Для белорусского инвестора существует несколько основных вариантов приобретения импортного оборудования в лизинг:

- заключение договора лизинга с белорусским лизингодателем, который, приобретя необходимое оборудование у иностранного продавца, осуществит его доставку и таможенное оформление;

- заключение договора лизинга с лизингодателем, находящимся в стране продавца импортного оборудования. В таком случае доставку оборудования и его таможенное оформление осуществляет, как правило, лизингополучатель.

Преимущество первого варианта для лизингополучателя состоит в освобождении от ряда длительных административных процедур. Однако второй вариант является менее затратным, что обусловлено следующими обстоятельствами. Во-первых, белорусский лизингодатель не может предложить сопоставимую с условиями иностранного учреждения процентную ставку иначе, как привлекая дешевые ресурсы по иностранной кредитной линии. Однако даже в этом случае ставки будут отличаться на сумму страховой премии экспортного агентства и процентной маржи белорусского лизингодателя. Во-вторых, стоимость услуг перевозчика и таможенные пошлины будут включены в инвестиционные расходы белорусского лизингодателя и, следовательно, на них будут начисляться проценты.

Необходимо отметить, что в Республике Беларусь сегодня нет лизинговых компаний, способных организовать реализацию крупных инвестиционных проектов в металлургической отрасли, прежде всего в связи с большой стоимостью таких проектов.

Таким образом, для металлургических предприятий более выгодно приобретать оборудование в лизинг у иностранного лизингодателя, который находится в стране продавца оборудования, обладает намного большими финансовыми возможностями, в том числе и по привлечению кредитных ресурсов. Основными условиями международного лизинга являются, как правило, следующие: срок лизинга от 3 до 10 лет, предплата поставщику или изготовителю – до 20%, предоставление бизнес-плана лизингового проекта.

Иностранные лизингодатели в зависимости от стоимости предоставляемых ими услуг делятся на три категории:

- 1) банки, процентная ставка которых, вероятнее всего, будет самой низкой;

- 2) банковские лизинговые компании, которые кредитуются в материнском банке по ставке ниже рыночной, но прибавляют небольшую маржу;

- 3) лизинговые компании производителей оборудования, которые прибавляют меньшую маржу, но кредитуются под более высокую процентную ставку.

С учетом сказанного выше наиболее оптимальный механизм приобретения импортного оборудования в лизинг приведен на рис. 2.



Рис. 2. Механизм международного финансового лизинга оборудования

Преимущества международного финансового лизинга для лизингополучателя состоят в следующем:

- лизинг, как и кредит, дает возможность предприятию-лизингополучателю расширить производство без крупных единовременных затрат и высвободить средства для вложения в другие активы;
- объект лизинга одновременно является обеспечением кредитуемой стоимости, в связи с этим дополнительный залог зачастую отсутствует (к сожалению, это преимущество как раз маловероятно при реализации крупных инвестиционных проектов в металлургической отрасли, поскольку дорогостоящее металлургическое оборудование (печи, станы и т. п.) индивидуально и проектируется под конкретного потребителя, поэтому в случае реализации в качестве залога вряд ли может быть перепродано другому заказчику);
- лизинговые платежи производятся после установки, наладки и пуска оборудования в эксплуатацию, поэтому лизингополучатель имеет возможность осуществлять платежи из средств, поступающих от реализации продукции, произведенной на данном оборудовании;
- лизинговые соглашения могут предусматривать обязательства лизингодателя произвести ремонт и техническое обслуживание оборудования;
- лизинг позволяет предприятию оптимизировать налоговые отчисления за счет отнесения лизинговых платежей на себестоимости продукции (хотя, с другой стороны, это снижает конкурентоспособность продукции в связи с ростом затрат);
- использование механизма лизинга позволяет в короткие сроки амортизировать основные средства (что, с одной стороны, позволяет создавать

источники для новых инвестиций, с другой – также снижает конкурентоспособность продукции);

- согласно законодательству Республики Беларусь, при ввозе объекта международного лизинга предоставляется рассрочка уплаты таможенных пошлин и налога на добавленную стоимость в режиме свободного обращения сроком до 5 лет, а в режиме временного ввоза – до 34 мес.

Лизинговая схема финансирования проектов, как правило, более дорогая, чем банковский кредит, но дает больше гарантий финансирующей стороне. Данный вариант может быть предпочтительней в случае реализации не масштабного (например, приобретение типового вспомогательного оборудования) высокоэффективного проекта предпринимательской структурой со слабым кредитным рейтингом или в стране с высоким кредитным риском.

Эмиссия долговых ценных бумаг – открытое размещение ценных бумаг на рынке. Среди долговых ценных бумаг наибольшую популярность приобрели еврооблигации, которые представляют собой среднесрочные и долгосрочные облигации крупных эмитентов (государств, компаний и банков). Такие облигации номинируются в иностранной валюте и размещаются среди зарубежных инвесторов. Приставка «евро» употребляется, прежде всего, как дань традиции, поскольку первые такие облигации появились в Европе и торговля ими осуществляется в основном на европейской территории.

Еврооблигациям как инструменту привлечения внешнего финансирования присущи следующие особенности:

- использование широкого круга инвесторов, находящихся в различных государствах;

- размещение ценных бумаг не отдельным эмитентом, а эмиссионным синдикатом (банками-организаторами);

- низкий уровень регулирования, в том числе и со стороны государства, денежная единица которого выступает валютой займа;

- доходы держателям еврооблигаций выплачиваются в полном объеме, без удержания налога у источника в стране эмитента [2, с. 16].

Важное условие выхода эмитента облигаций на рынок – наличие независимой и объективной оценки кредитоспособности эмитента (рейтинга), что существенно улучшает условия доступа эмитента на финансовые рынки. В развитых странах наиболее признанными рейтинговыми агентствами являются «Fitch IBCA», «Moody's Investor Service», «Standart & Poog's Rating Service» [3, с. 27].

Различают два вида еврооблигаций: евробонды – предъявительские ценные бумаги, которые эмитируются развивающимися странами без резервирования обеспечения; евроноты – именные ценные бумаги, которые эмитируются развитыми странами с созданием обеспечения.

Формы выпуска еврооблигаций могут быть самые разнообразные: с плавающей и фиксированной процентной ставкой, с нулевым купоном, с правом конверсии в другие облигации и др. [1, с. 8]. Однако большая часть обращающихся на мировом рынке еврооблигаций – это обычные облигации с фиксированной процентной ставкой, без предоставления обеспечения (евробонды) и без каких-либо ограничений на использование кредитных ресурсов. Погашение еврооблигаций, как правило, производится по номиналу с выплатой процентов один раз в год. В качестве ориентира уровня основной ставки выступает преимущественно ставка LIBOR (London InterBank Offered Rate).

Кроме эмитента, в выпуске и размещении еврооблигаций участвуют:

1. Ведущий менеджер выпуска – это, как правило, инвестиционный банк, который разрабатывает концепцию облигационного займа, подготавливает проспект эмиссии, осуществляет поиск заинтересованных в синдицировании субъектов, проводит роуд-шоу, разрабатывает инвестиционный меморандум, размещает займ, а также зачастую выполняет функции листингового агента по выпуску.

2. Эмиссионный синдикат – это группа банков и брокерских компаний, ключевая роль в которой принадлежит ведущему менеджеру выпуска. Эмиссионный синдикат выполняет функцию андеррайтера по выпуску еврооблигаций. При этом договор андеррайтинга может предусматривать одно из следующих обязательств андеррайтера:

- выкупить у эмитента весь выпуск облигаций по фиксированной цене и перепродать его другим инвесторам;

- выкупить у эмитента недоразмещенную часть выпуска облигаций;

- приложить максимум усилий по размещению ценных бумаг без принятия обязательств по выкупу недоразмещенной части.

3. Аудитор – известная иностранная аудиторская компания, как правило, из числа так называемой большой четверки – «Deloitte», «PWC», «KPMG», «Ernst&Young», которые осуществляют анализ финансового состояния эмитента, приведение финансовой отчетности эмитента к необходимому стандарту, предоставление заключения о достоверности данных.

4. Юридический консультант – компания, которая проводит консультации эмитента по всем юридическим аспектам сделки и готовит документы к регистрации.

5. Платежный агент – организация, осуществляющая своевременную выплату основной суммы займа и процентов по еврооблигациям.

6. Депозитарий – агент валютных операций, который открывает и ведет счета депо эмитента и начисляет доходы по облигациям.

7. Маркет-мейкер – профессиональный участник рынка, который поддерживает вторичный рынок облигаций данного эмитента. Активные котировки ценных бумаг обеспечивают возможность более низкой для эмитента процентной ставки по последующим эмиссиям.

Основные этапы эмиссии еврооблигаций представлены на рис. 3.

При планировании эмиссии еврооблигаций металлургическим предприятиям Республики Беларусь необходимо учитывать ряд немаловажных факторов, которые определяют стоимость займа.

Во-первых, плата за услуги профессиональных участников рынка ценных бумаг в основном рассчитывается как процент от объема эмиссии. При этом наблюдается обратно пропорциональная зависимость, например, при публичном размещении облигаций с рейтингом «В» с объемом эмиссии от 5 млн. USD плата участникам составит 3,2%, а с объемом эмиссии от 20 млн. USD – только 1,4% [4, с. 34].

Во-вторых, дебютное размещение обычно требует больших затрат, чем последующие выпуски. В связи с этим еврооблигации для белорусских металлургических предприятий представляют собой не столько инструмент быстрого получения сравнительно дешевых заемных средств в настоящем,

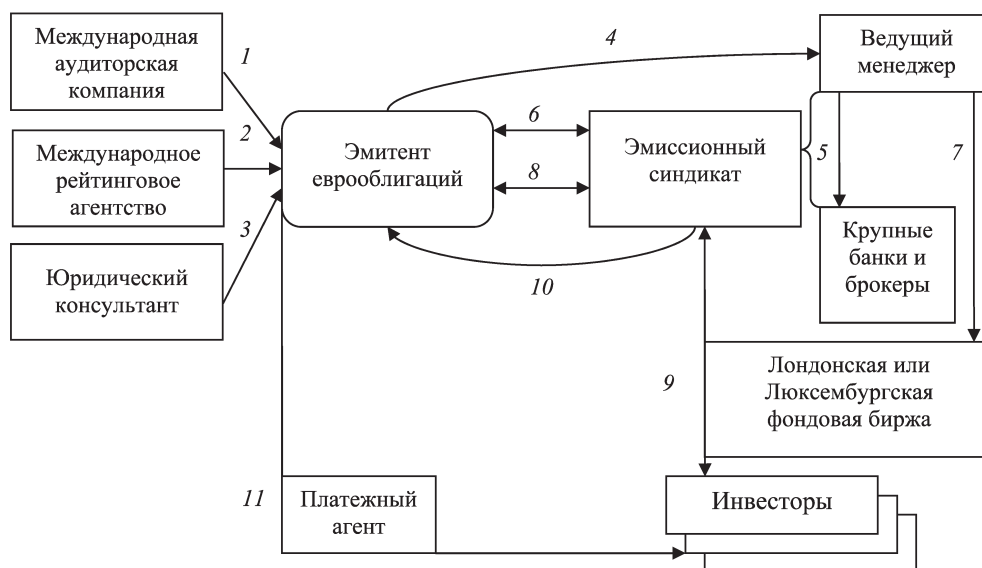


Рис. 3. Основные этапы эмиссии еврооблигаций: 1 – проведение аудита и оформление аудиторского заключения; 2 – присвоение международного кредитного рейтинга; 3 – осуществление консультаций и подготовка документов к регистрации; 4 – проведение тендера и передача мандата ведущему менеджеру; 5 – поиск субъектов, заинтересованных в синдицировании и образование синдиката; 6 – подписание андеррайтингового соглашения; 7 – проведение листинга ценных бумаг эмитента; 8 – андеррайтинг еврооблигаций; 9 – размещение бумаг на фондовой бирже и получение средств от инвесторов; 10 – формирование фонда денежных средств и передача его эмитенту; 11 – погашение основного долга и купонные выплаты по условиям займа

сколько возможность получать такие средства в будущем.

В-третьих, предприятия не могут получить кредитный рейтинг выше рейтинга государства. Это наглядно видно на примере белорусских банков, лучшие из которых сегодня имеют кредитные рейтинги «В-», что соответствует суверенному рейтингу Республики Беларусь. В данном случае страновой кредитный рейтинг и инвестиционный климат играют весьма существенную роль.

В-четвертых, условия размещения еврооблигаций для предприятий не могут быть выгоднее, чем для государства. Как показала практика, для еврооблигаций Республики Беларусь в июле 2010 г. ставка купона составила 8,75%, а в августе – 8,251%. Кроме того, дебютный выпуск еврооблигаций в июле 2010 г. был размещен по цене 99,011% от номинала [2, с. 15].

В частности, Белорусский металлургический завод в этот период получал кредитные ресурсы под меньшую процентную ставку. Тем не менее, выпуск еврооблигаций является сегодня наиболее перспективным методом финансирования предприятий металлургической отрасли по следующим соображениям.

Во-первых, в случае иностранной кредитной линии или международного лизинга кредитором выступает банк или лизинговая компания. Это профессиональные посредники рынка капиталов, которые занимают ресурсы у профицитных субъектов (вкладчики и покупатели корпоративных

ценных бумаг), прибавляют процентную маржу и предоставляют эти ресурсы дефицитным субъектам (в нашем случае металлургическим предприятиям). А при эмиссии долговых ценных бумаг само предприятие привлекает ресурсы непосредственно от профицитных субъектов, что приводит к значительной экономии средств. При этом банковские институты выполняют функцию не кредитного посредника, а сервисного агента, за что получают комиссионное вознаграждение. Такая наблюдаемая конца XX в. тенденция ориентации заемщиков не на кредитный рынок, а на рынок ценных бумаг, получила название дезинтермедиации.

Во-вторых, при международном кредите или лизинге кредитором выступает один или несколько крупных институтов, которые ссужают значительную сумму средств металлургическим предприятиям. А при эмиссии долговых ценных бумаг кредитором выступает большое количество инвесторов обезличенного рынка капитала и, как следствие, уровень финансовых рисков для кредиторов будет намного ниже. Соответственно при эмиссии ценных бумаг кредиторы будут требовать меньшую премию за риск, что приведет к существенной экономии средств заемщика.

Кроме более выгодной цены заемного капитала, эмиссия еврооблигаций дает участникам сделки также следующие преимущества:

- отсутствуют ограничения по объемам заимствования, связанные с риском на одного заемщика;

- предоставляются несвязанные ресурсы и эмитент не несет конкретных обязательств по их освоению;

- формируется публичная кредитная история эмитента, что весьма важно для имиджа предприятия и соответственно перспектив его финансирования в дальнейшем.

Каждый из рассмотренных инструментов привлечения заемных средств может быть применен крупными структурами металлургической отрасли, однако использование того или иного варианта привлечения средств во многом зависит от внешних условий хозяйствования, текущего финансового состояния заемщика и его имиджа.

Литература

1. Маркусенко М. Сущность еврооблигаций и их значение для Беларуси // Финансовый директор. 2010. № 8. С. 8–12.
2. Смольский А. Отечественные еврооблигации – на мировой арене // Финансы. Учет. Аудит. 2010. № 9. С. 14–16.
3. Бельзекский А. Рейтинги корпоративных облигаций // Банкаўскі веснік. 2007. № 7. С. 26–35.
4. Еремеева И. Особенности выхода белорусских предприятий на рынки облигационных заимствований // Банкаўскі веснік. 2009. № 1. С. 31–37.