

**Илья Рыбин**

начальник отдела перспективного развития
Московской фондовой биржи

СРАВНЕНИЕ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ И КРЕДИТОВ

При финансировании адресной инвестиционной программы муниципального образования за счет привлечения заемных средств, администрация должна ответить на вопрос: какую форму привлечения средств выбрать — банковский кредит или облигационный заем. Развернутое сравнение облигационных займов и кредитов представлено в таблице.

В отличие от займа, банковский кредит можно брать и погашать по графику, в зависимости от потребностей в финансировании объектов адресной инвестиционной программы и поступления доходов в бюджет.

Стоимость привлечения средств в виде банковского кредита выше, чем стоимость привлечения средств с помощью облигационных заимствований. Это связано с тем, что при привлечении кредита конкурируют максимум 3–5 банков, установивших предварительное взаимодействие с заемщиком. А при размещении облигационных заимствований — несколько десятков инвесторов из любого региона России. В результате более сильной конкуренции во втором случае стоимость привлечения средств уменьшается.

Кроме того, при выпуске облигаций у муниципального образования появля-

ется публичная кредитная история. Выпустив облигации, ими можно оперировать на вторичном рынке и снижать издержки по их обслуживанию. Можно (с учетом требований Бюджетного кодекса РФ) рефинансироваться следующим выпуском облигаций, более длинным, тем самым увеличивая срочность заимствований. В конце концов, можно вкладывать свободные денежные средства в собственные облигации.

Основным условием, ограничивающим использование облигационных займов как источника покрытия дефицита бюджета, является минимальный объем размещения. Объем размещения займа должен быть рыночным (привлекательным для инвесторов), т. е. достаточным для создания активного вторичного рынка, и составлять не менее 500 млн руб.

Как правило, стоимость услуг организатора размещения займа является постоянной величиной. Чем меньше объем займа, тем большую долю от него составляет стоимость услуг организатора. Хотя организаторы соглашались взяться за размещение займа объемом и 50 млн руб., итоговая стоимость этих средств может оказаться выше ставки по кредиту на такую же сумму.

Источники заимствований необходимо выбирать прежде всего на основании

наименьшей стоимости и наибольшего срока заимствований. Если стоимость привлечения средств с помощью облигационного займа, с учетом расходов, меньше стоимости банковского кредита, а сроки примерно одинаковые, необходимо рассматривать свойства данных инструментов.

Таким образом, заимствование средств путем выпуска облигаций является более эффективной формой привлечения средств, чем банковский кредит, при условии достаточной величины заимствований. ■

СРАВНЕНИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА И КРЕДИТА

Параметр	Банковский кредит	Облигационный заем	
		Дисконтные облигации	Купонные облигации
Возможный срок привлечения средств заемщиком	Срок ограничен требованиями кредитной политики кредитора (банка), но не может быть более 10 лет (п. 6 ст. 100 БК РФ)	В связи с возможностью регистрации в одном проспекте эмиссии (условиях эмиссии) нескольких траншей облигаций, сроки погашения облигаций в рамках одной эмиссии могут составлять любой срок, но не более 10 лет	
Периодичность выплат процентного дохода и возврата тела долга	Определяется условиями кредитного соглашения	Эмитент облигаций выплачивает средства их владельцам (своим кредиторам) только при погашении облигаций	Процентный доход выплачивается текущим владельцам облигаций по мере погашения купонов. Номинальная стоимость облигации (сумма заимствования) выплачивается только при погашении облигаций
Стоимость привлечения ресурсов	Процентная ставка по кредиту диктуется банком и зависит от кредитной политики банка. Банк может оставить за собой право пересматривать ставку по любому действующему кредиту	Ставка цены заимствования устанавливается 1 раз – при первичном размещении облигаций и зависит от цены реализации облигаций. В дальнейшем стоимость привлечения может быть скорректирована только путем досрочного погашения облигаций (по усмотрению эмитента). При определении абсолютной стоимости заимствования необходимо учитывать отсутствие рефинансирования	Первоначальная ставка цены заимствования устанавливается при первичном размещении и зависит от 2 факторов: цены реализации облигаций и утвержденной эмитентом ставки по купону. Поскольку купонов у облигации обычно несколько, то суммарная стоимость заимствования вычисляется с учетом процентов по всем купонам и цены размещения облигаций
Периодичность перечисления кредиторами средств заемщику (эмитенту)	Возможно поэтапное перечисление суммы кредита. Это зависит от договоренности сторон	Первичное размещение облигаций происходит траншами в течение года, периодичность и длительность сроков погашения по которым устанавливается эмитентом самостоятельно, в зависимости от его потребностей	
Наличие залога и прочих гарантий возврата средств заемщикам	Используется весь спектр механизмов гарантирования возврата кредита и процентов по нему	Для гарантирования возврата средств по облигациям могут использоваться все возможные формы залога. При неплатежеспособности заемщика более приоритетными по отношению к другим кредиторам являются владельцы облигаций	
Возможность управления объемом дебиторской задолженности	Практика кредитования предусматривает возможность как поэтапного использования суммы выделенного кредитного лимита, так и досрочного погашения кредита. В случае досрочного погашения кредита возможно наличие штрафных санкций со стороны кредитора	Возможна поэтапная реализация облигаций (даже выпуск может реализовываться в несколько этапов) и досрочное погашение облигаций. Наиболее выгодной и перспективной для эмитента является возможность доразмещения либо выкупа на вторичном рынке собственных облигаций. При умелом использовании этой возможности можно не только решать проблемы ликвидности, но и зарабатывать	
Наличие посредников между заемщиком и владельцем денежных средств	Банк, как посредник, аккумулирует денежные средства на финансовом рынке и затем размещает их с большей доходностью, получает прибыль. Следовательно, за редким исключением, в стоимость кредитных средств заложен и доход кредитора	Облигационный заем ориентирован на потенциальных покупателей в лице организаций и физических лиц, временно располагающих свободными денежными средствами. Отсутствие посредника между заемщиками и кредиторами обеспечит меньшую стоимость заемных средств для эмитента облигаций. При организации ликвидного вторичного рынка действие данного фактора усилится, так как с ростом ликвидности облигаций возрастет и спрос на них. Это позволит, при соблюдении определенных дополнительных условий, еще больше снизить стоимость заимствования	
Возможность частичной потери самостоятельности за счет кредитования заемщика у одного крупного кредитора	Для получения кредита в банке необходимо перевести на его корреспондентский счет расчетный счет потенциального заемщика, что может привести к финансовой зависимости	Облигационный заем исключает возможность зависимости от кредиторов (владельцев облигаций), так как отсутствуют рычаги давления на заемщика. Облигация всего лишь своего рода публичная долговая расписка без права досрочного предъявления и изменения процентной ставки	
Наличие дополнительных затрат, связанных с получением займа (кредита)	При оформлении залога возможны затраты на оплату услуг нотариуса, но они не являются обязательными и зависят от требований кредитора (банка)	При регистрации проспекта эмиссии эмитенту необходимо уплатить налог на операции с ценными бумагами. Этот налог нельзя назвать непосильной ношей для эмитента, поскольку удорожание заимствования будет незначительным	
Сроки прихода на баланс кредитора (банка) доходов по активу	По факту поступления средств от заемщика	В любой момент путем переоценки ценных бумаг через сделку купли-продажи с обратным выкупом	
Необходимость создания резервов под обесценение актива кредитора (банка)	В соответствии с нормативными документами Центрального банка России банкам необходимо создавать резервы	Резервирование отсутствует при обращении ценных бумаг на организованном рынке ценных бумаг. Необходимость резервирования у банков может возникнуть при снижении стоимости облигаций на вторичном рынке. Так как эта ситуация для банка является прогнозируемой, то вероятность возникновения необходимости резервирования минимальна	