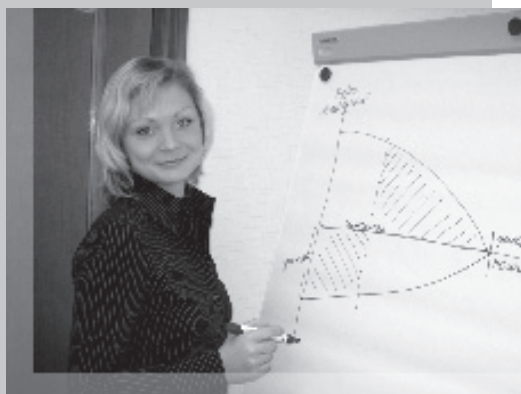


ПРИВЛЕЧЕНИЕ ИНВЕСТИЦИЙ В АКЦИОНЕРНОЕ ОБЩЕСТВО ПУТЁМ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА



МАЗУРОВА Татьяна Викторовна
Компания «Профконсалт»,
заместитель руководителя Отдела
корпоративных ценных бумаг

В течение многих лет участники российского рынка корпоративных финансов воспринимали облигации как достаточно примитивный способ инвестирования капиталов, способный лишь обеспечить текущий доход и очень мало сверх этого.

Однако сегодня облигации относятся к одному из наиболее конкурентоспособных инвестиционных инструментов, обладающему способностью обеспечивать инвестору привлекательную отдачу как в виде процентов от инвестированного капитала, так и в виде приращения самого основного капитала.

Если проанализировать динамику развития российского рынка корпоративных облигаций, то старт его активного развития можно отнести на 2002 – 2003 года. Именно в этот период участники российского фондового рынка оценили основные преимущества и эффективность облигаций как источника привлечения инвестиций в ком-

панию (с точки зрения компании – эмитента облигаций) и как выгодного объекта вложения денег с целью получения нормальной рыночной доходности (с точки зрения инвесторов).

Динамика объема размещённых российскими эмитентами корпоративных облигаций выглядит следующим образом.



Приведённая информация основывается только на данных по официальным/ рыночным займам, то есть выпускам облигаций, размещение которых проходило на российских фондовых биржах, но ведь, облигации (как и акции) могут размещаться вне биржи по открытой или закрытой подписке, без широкого освещения в средствах массовой информации, соответственно, официальной статистики по ним нет, и оценки могут быть только приближительные. Например, согласно аналитике ММВБ в 2005 году суммарный объём облигационных размещений по принципу биржевое/внебиржевое размещение подразделился соответственно 69 % и 31 %.

На сегодняшний день на российском рынке ценных бумаг обращаются облигации компаний самых различных отраслей

экономики, а объём рынка по некоторым оценкам превышает 500 млрд. рублей.

Российский рынок облигаций демонстрирует высокие темпы как количественного так и, безусловно, качественного роста. *Что же такое облигации? Почему к облигациям в последнее время так возрос интерес как заёмщиков, так и инвесторов?*

В настоящей статье будет освещена основная информация, необходимая для формирования общего представления о таких ценных бумагах, как облигации, и о возможностях, предоставляемых этим финансовым инструментом.

ЧТО ТАКОЕ ОБЛИГАЦИИ?

Эффективная деятельность предприятия, приносящая прибыль как его собственникам (акционерам), так и его руководителям (менеджерам), невоз-

можна без привлечения заёмных денежных средств (заемного капитала). Этот, на первый взгляд, сомнительный факт уже давно доказан как базовой экономической теорией, так и просто житейской практикой.

На сегодняшний день облигации — один из самых эффективных финансовых инструментов, позволяющих привлечь необходимый предприятию объём денежных средств.

Облигации — это долговременные долговые обязательства, посредством которых эмитент занимает определенную сумму денег, а взамен обязуется выплатить фиксированный процент (доход), а также возратить основную сумму долга при наступлении установленного срока (срока платежа).

Упрощённо схема выпуска облигаций выглядит следующим образом.



Для привлечения денежных средств эмитент выпускает облигации. Данные облигации покупают инвесторы (т.е. эмитент получает необходимые денежные средства).

В течении «срока жизни» облигаций (то есть вплоть до их погашения) эмитент в установленные им сроки (1-2 или 4 раза в год) выплачивает владельцам облигаций причитающийся доход (в случае выпуска купонных/процентных облигаций). Когда приходит время «платить по долгам», эмитент осуществляет погашение выпущенных облигаций, способом, установленным в эмиссионных документах (в решении о размещении, заре-

гистрированном решении о выпуске ценных бумаг и т.д.).

Данная схема выпуска и размещения облигаций самая малозатратная и простая, так как не предполагает посреднических / вспомогательных структур на пути «общения» эмитента и инвесторов. К сожалению, в чистом виде использование данной схемы на сегодняшний день доступно только для компаний — голубых фишек (РАО «ЕЭС России», Газпром, ЛУКОЙЛ, Сургутнефтегаз и т.п.) и компаний, имеющих высокий и общепризнанный инвестиционный рейтинг и кредитный статус. Большинство «ря-

довых» компаний вынуждены выпускать облигации по более сложной схеме с привлечением профессиональных участников рынка ценных бумаг. Подробнее речь об этом пойдёт чуть далее.

СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ ИСТОЧНИКОВ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ

Прежде чем перейти к «технике» вопроса хотелось бы остановиться на сравнении основных источников привлечения средств компаний.

Условно основные источники привлечения инвестиций можно разбить на следующие группы:



Исходя из тех целей, которые преследует компания (в лице её менеджмента и собственников), изначально рассматривается вопрос о пополнении *собственных средств* компании (за счёт средств акционеров и заинтересованных инвесторов) путём выпуска и размещения дополнительных акций, либо путём привлечения *заёмных инвестиций* (путём выпуска и размещения облигаций, выпуска векселя или получения банковского кредита). С одной стороны, всегда привлекательно получить дополнительное финансирование без необходимости его возвращать. Однако такие инвестиции практически всегда связаны с изменением структуры акционерного капитала, что, естественно, не всегда приветствуется доминирующими акционерами компании. А заёмные средства, во-первых, отягощают структуру баланса компании и, во-вторых, заёмные финансы предоставляются на двух основных условиях: возвратности и платности.

Иногда оптимальным способом привлечения инвестиций является использование так называемой *гибридной формы*, то есть организация выпуска облигаций, конвертируемых (обмениваемых) в акции общества. Такая конвертация проводится в порядке и в сроки, уста-

навливаемые компанией — заёмщиком (как правило, при наступлении срока погашения облигаций их владельцам предоставляется право по своему усмотрению получить причитающиеся денежные средства или акции компании).

На сегодняшний день компания в зависимости от преследуемых целей и имеющихся возможностей при рассмотрении вопроса о привлечении заёмных инвестиций фактически встаёт перед выбором одного (или комбинированием нескольких) из источников заёмных средств: вексельный займ, банковский кредит, облигационный займ.

Следует акцентировать внимание на том, что среди перечисленных источников привлечения заёмных инвестиций нет одного абсолютно оптимального для всех компаний, каждый из указанных способов привлечения средств обладает своими плюсами и минусами. Например, оформление вексельного займа менее затратно и в части временного фактора (не требуется государственной регистрации выпуска ценной бумаги) и в части расходной составляющей (не требуется оплаты государственной пошлины как при организации облигационного займа). Однако вексельный займ не позволит привлечь компании такой объём инвестиций,

который реально обеспечивает выпуск облигаций, кроме того, в отличие от облигационного займа, вексельный займ не создаёт общеизвестной позитивной кредитной истории.

При анализе источников финансирования бизнеса, прежде всего компании необходимо оценить свои цели (как краткосрочные, так и долгосрочные) и возможности. Если цель в сжатые сроки с минимальными затратами привлечь небольшой объём денежных средств — вексельный займ более оптимален, чем кредит в банке или выпуск облигаций. Если руководство компании ставит перед собой цель провести масштабную PR-компанию, создать рыночную (общеизвестную) кредитную историю, привлечь значительный объём инвестиций — наиболее оптимальным является выпуск облигаций.

На сегодняшний день корпоративные облигации, как источник привлечения инвестиций, являются реальной альтернативой банковским кредитам.

Вместе с тем, банковские кредиты были и пока остаются основным источником долгового финансирования для большинства российских предприятий. Объём банковского кредитования предприятий значительно превышает объёмы рынка корпоративных облигаций и векселей вместе взятых.

Тенденция превалирования банковских кредитов над облигационным и вексельным источником финансирования сохраняется за счёт:

1. Относительной простоты и «понятности» технологии получения кредита в банке.

Для абсолютного большинства российских компаний среднего эшелона процедура выпуска и размещения облигаций непонятна. Неизвестность всегда страшит, и ввиду этого кредит представляется проще и понятнее. С кредитованием так или иначе сталкивались почти все компании, а выпуск облигаций пока для многих остаётся чем-то вроде экзотики.

2. Отсутствие накладных расходов.

Затраты на осуществление облигационного займа включают в себя такие величины как государственная пошлина за государственную регистрацию выпуска ценных бумаг (100 000 рублей), оплата услуг основных организаторов облигационного займа (андеррайтеров, депозитария, биржи и т. п.). Указанные расходы могут достигать 2-3 % от объёма привлекаемых инвестиций, что несомненно удорожает облигационное финансирование по сравнению с банковским кредитом. Важно также, что основную часть указанных расходов компания-заёмщик должна оплатить до момента фактического размещения облигаций, вне зависимости от успешности (наличия спроса на облигации данной компании среди инвесторов) или полного провала (предварительные гарантии андеррайтеров не находят подтверждения среди инвесторов). При оформлении кредита базовые тарифы за рассмотрение заявления значительно меньше или отсутствуют вообще.

3. Возможность прямого диалога с кредитором.

В случае возникновения в компании затруднительной финансовой ситуации, компания может предпринять попытки реструктуризации долга, пролонгировать займ. То есть

заемщик имеет прямой контакт с кредитором. В случае выпуска облигационного займа круг инвесторов достаточно широк. Договориться об условиях реструктуризации долга со всеми на одинаковых условиях — задача практически нереализуемая. Нормативные документы, регулирующие процедуру выпуска и обращения облигаций, предусматривают такое понятие как «новация долга» (то есть замена основных условий облигационного займа), однако этот инструмент не нашёл своего применения на рынке ввиду двух основных причин. Во-первых, ввиду совершенной законодательной непроработанности данного института (кроме упоминания, о нём ничего больше нет, никакие процедурные вопросы не регламентированы, что вызывает практическую сложность реализации процедуры новации прежних обязательств). Во-вторых, ввиду того, что факт дефолта по облигационному займу обязательно станет достоянием общественности (передастся из уст в уста), организация последующих займов для компании будет задачей не из лёгких. Скорее всего, инвесторы уже не прельстятся на ценные бумаги данной компании. Как известно, плохое всегда запоминается надолго.

Тем не менее, привлечение финансовых средств путем организации облигационного займа имеет ряд преимуществ перед банковским кредитом.

Наблюдаемый в последнее время рост интереса предприятий к привлечению заёмных денежных средств путём выпуска облигаций, обусловлен несколькими факторами, но главный из них состоит в возможностях, открывающихся для общества — эмитента облигаций. Вот основные из них.

- Создание собственной/индивидуальной схемы заимствования денежных средств.

Определяя параметры займа (объём привлекаемых средств, срок, на который данные инвестиции будут привлечены, до-

ходность выпускаемых облигаций, возможность досрочного погашения облигаций и иные условия) компания — эмитент облигаций естественно должна учитывать пожелания потенциальных инвесторов (так как основным при организации облигационного займа является уверенность в его размещении, то есть в его востребованности инвесторами), однако последнее слово всегда остаётся за самой компанией, выпускающей облигации, то есть за заёмщиком.

В случае привлечения денежных средств путём оформления банковского кредита основные (значимые) условия займа (объём, срок, величина процентной ставки и т. п.) определяются кредитором, то есть банком, на основании установленной в данном конкретном банке кредитной политики.

- Привлечение значительных заёмных средств от широкого круга потенциальных инвесторов без посредников.

В отличие от банковского кредита, выпуск облигаций обеспечивает компании прямой выход на инвестора. Банк, при рассмотрении вопроса о предоставлении кредита и о его размере, прежде всего, руководствуется объёмом денежных средств, привлечённых от вкладчиков. Соответственно, условия предоставляемого кредита напрямую зависят от тех условий, на которых банк привлёк эти денежные средства. Выдавать кредит на альтруистических условиях банк по понятным причинам не будет, значит, денежные средства компания получает условиями «накрутки», так как банк с экономической точки зрения — посредник между реальными кредиторами (вкладчиками) и компанией — заёмщиком.

Кроме того, банк, предоставляя кредит, руководствуется нормативами Центрального банка России и внутренней кредитной политикой, что не позволяет ему предоставить в виде займа (кредита) объём денежных средств, который заемщик может привлечь на российском фондовом рынке.

- Отсутствие зависимости от основного кредитора

Облигационный займ исключает возможность зависимости от кредиторов (владельцев облигаций), так как размещая облигации на фондовом рынке, как уже говорилось выше, инвестиции привлекаются от широкого круга лиц. Скоординироваться и «выступить единым фронтом» с целью оказания определенного влияния на компанию — заёмщика задача практически нереализуемая. Иначе ситуация обстоит при оформлении заемщиком банковского кредита. При предоставлении кредита банк, как правило, настаивает на переводе на его корреспондентский счёт расчётного счёта компании-заёмщика. В дальнейшем может возникнуть угроза концентрации на счёте в банке-кредиторе основной части средств общества, что чревато прямой финансовой зависимостью.

- Отсутствие контроля за использованием привлечённых денежных средств.

Привлекая инвестиции путём выпуска и размещения облигаций, заёмщик описывает инвесторам основные цели, на которые планирует использовать данные денежные средства. Фактически контроль за использованием денежных средств, привлечённых с помощью облигаций, инвесторы не осуществляют, да и практически данный контроль сложно реализуем. В случае кредита банк жёстко контролирует соответствие целевой направленности при использовании привлечённых заёмных средств.

- Создание позитивной кредитной истории компании

Успешная реализация компанией облигационного зай-

ма — публичное событие, которое получает определённый общественный резонанс, в частности, отражается в средствах массовой информации, что способствует созданию кредитной истории и повышению инвестиционной привлекательности компании - эмитента. Следует обратить внимание, что кредитная история и завоеванный позитивный инвестиционный статус в глазах инвесторов впоследствии позволят данному заемщику привлечь инвестиции (путем выпуска и размещения облигаций) под более низкий процент, то есть будут способствовать удешевлению займа.

С банковским кредитом ситуация несколько иная. Как правило, ни сам банк, ни заемщик не афишируют свои «финансовые взаимоотношения». Факт предоставления кредита определенным банком определенному заемщику становится известным очень узкому кругу лиц. Создания рыночной (общезвестной) кредитной истории компании-заёмщика не происходит.

ОГРАНИЧЕНИЯ НА ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ

Прежде чем включать облигационный займ в планы будущей деятельности компании и, тем более, нести какие-либо расходы, связанные с его организацией, руководство компании должно определить законодательную возможность выпуска и размещения компанией облигаций.

Ограничения на выпуск компанией облигаций содержатся в пункте 2 статьи 102 Гражданского кодекса Российской Федерации, статье 33 Федерального закона «Об акционерных обществах», статье 31 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответствен-

тью», пункте 2.4.18 Приказа ФСФР России № 05-4/пз-н от 16.03.2005 «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг». В соответствии с указанными законодательными актами компания не вправе выпускать облигации в следующих случаях:

- до полной оплаты уставного капитала общества;
- в случае выпуска облигаций без обеспечения ранее третьего года существования общества или при отсутствии надлежащего утверждения двух годовых балансов общества;
- в случае, если суммарная номинальная стоимость всех обращающихся (не погашенных) облигаций превысит размер уставного капитала общества либо величину обеспечения, предоставленного этому обществу третьими лицами для цели выпуска облигаций;
- до государственной регистрации в уставе акционерного общества-эмитента положений о номинальной стоимости, количестве, а также о правах по объявленным акциям соответствующих категорий (типов), в которые конвертируется облигация (в случае выпуска облигаций, конвертируемых в акции);
- до регистрации отчёта об итогах зарегистрированного ранее выпуска облигаций эмитента той же серии.

КАКИЕ ВИДЫ ОБЛИГАЦИЙ СУЩЕСТВУЮТ?

Если под описанные выше ограничения общество не подпадает, следующим шагом будет определение вида облигаций, которые общество хочет разместить.

Общую классификацию облигаций можно представить следующим образом:

- 1) По доходу, который получает инвестор, приобретая облигации, последние подразделяются на:

ДИСКОНТНЫЕ	ПРОЦЕНТНЫЕ
При приобретении дисконтных облигаций доходом инвестора по данным ценным бумагам, является дисконт, то есть разница между ценой погашения (соот-	У процентных облигаций в качестве дохода выступает процент (купон) от номинальной стоимости облигаций. Эмитент облигаций сам устанавливает величину купона (процен-

1

ветствующей номинальной стоимости облигации) и ценой их приобретения. При этом, у дисконтных облигаций номинальная стоимость всегда превышает цену их размещения/продажи. Соответственно, чем больше эта разница, тем больше доход, получаемый инвестором от данного вложения.

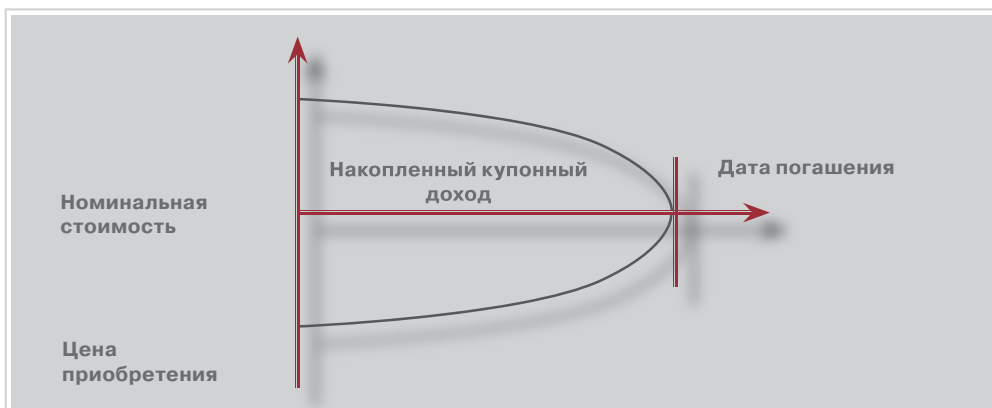


2

та), а также периодичность его выплаты инвестору (раз в месяц, раз в квартал, раз в год и т.п.) При этом размер купонной ставки может быть: 1) постоянной величиной (фиксированной в течение всего срока обращения ценных бумаг); 2) переменной величиной (эмитент может установить взаимосвязь изменения процентной (купонной) ставки облигации от изменения какого-либо объективного рыночного показателя (ставки рефинансирования ЦБ РФ, курса иностранной валюты, доходности других ценных бумаг (ОФЗ и т.п.) и т.п.); 3) величиной, меняющейся время от времени (например, первый купон определяется на аукционе, проводимом биржей, остальные определяет сам эмитент).



При этом, эмитент в условиях и параметрах размещения облигаций может предусмотреть, что выпускаемые им облигации будут как дисконтными, так и процентными одновременно (то есть их размещение будет осуществляться ниже установленной номинальной стоимости, и в процессе размещения и обращения их владельцы будут получать купонный доход).



Данный подход значительно удорожает займ, так как эмитент будет выплачивать владельцам облигаций более высокую комиссию за привлекаемые инвестиции. Такое увеличение предлагаемого дохода используется, как правило, при оценке потенциальными инвесторами облигаций эмитента как высокорисковых. Соответственно, за повышенный риск вложения капитала инвесторы хотят соответствующий уровень доходности.

2) По учёту прав на размещённые ценные бумаги облигации подразделяются на:

ИМЕННЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Именные облигации «закреплены» за определённым лицом, о чем будет свидетельствовать запись в реестре владельцев именных ценных бумаг общества

ОБЛИГАЦИИ НА ПРЕДЪЯВИТЕЛЯ

Облигации на предъявителя не закрепляются за определённым лицом. При наступлении установленного срока исполнение эмитентом обязательств по таким облигациям

1	2
<p>(в случае, если учет прав по облигациям осуществляется в указанном реестре) или выписка со счёта депо (в случае, если учет прав по облигациям осуществляется депозитарием).</p> <p>Переход прав собственности на именную облигацию происходит в момент внесения соответствующей записи реестродержателем в реестре или депозитарием по счёту депо приобретателя. Исполнение обязательств по именным облигациям (погашение номинальной стоимости и выплата купонного дохода) осуществляется эмитентом по данным, предоставленным ему реестродержателем (депозитарием).</p> <p>Именная облигация может выпускаться только в бездокументарной форме.</p>	<p>осуществляется лицам, предъявившим их к погашению или к выплате купонного дохода. Моментом перехода прав собственности по облигациям на предъявителя является момент передачи сертификата новому владельцу.</p> <p>Облигации на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме.</p> <p>Основные требования к информации, обязательной для включения в текст сертификата установлены статьей 18 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».</p>

3) По форме, в которой могут выпускаться ценные бумаги, облигации подразделяются на:

БЕЗДОКУМЕНТАРНЫЕ	ДОКУМЕНТАРНЫЕ
<p>При выпуске облигаций в бездокументарной форме учёт перехода прав собственности осуществляется регистратором общества или депозитарием. Документом, удостоверяющим права собственности, закрепленные облигацией данной формы, является выписка из реестра (со счёта депо). Документом, удостоверяющим права, закрепленные ценными бумагами, выпущенными в бездокументарной форме, является решение о выпуске ценных бумаг.</p>	<p>При выпуске облигаций в документарной форме оформляется сертификат ценных бумаг. Сертификат является документом, удостоверяющим права, закрепленной облигацией данного выпуска. Один сертификат может удостоверить право на одну, несколько или все облигации выпуска. Данный сертификат может выдаваться на руки владельцам (так называемые облигации без обязательного централизованного хранения) или передаваться на хранение депозитарию общества и не выдаваться владельцам облигаций (так называемые облигации с обязательным централизованным хранением). В случае выпуска документарных облигаций с обязательным централизованным хранением права владельцев таких облигаций удостоверяются соответствующей выпиской со счёта депо, выдаваемой владельцам облигаций уполномоченным депозитарием.</p>

4) Облигации также можно подразделить на:

КОНВЕРТИРУЕМЫЕ	НЕКОНВЕРТИРУЕМЫЕ
<p>Владелец конвертируемых облигаций при наступлении срока исполнения эмитентом обязательств (погашения облигаций) имеет право выбора: получить в денежном выражении номинальную стоимость облигации или же конвертировать (обменять) принадлежащие ему облигации на определенное число других ценных бумаг (акций, облигаций с иными параметрами выпуска (сроком обращения, предоставляемым правам, купонной ставкой и т.п.)). Однако почти всегда при выпуске конвертируемых облигаций речь идёт об их обмене на акции общества – эмитента.</p>	<p>Неконвертируемые облигации не предусматривают возможности их обмена. По сути, это обычные облигации, исполнение обязательств по которым (погашение основной суммы займа и выплата купонных платежей) происходит в установленный срок.</p>

В период с 1999 по 2001 год пользовались спросом так называемые телефонные и жилищные облигации, владельцам которых предоставлялась возможность при наступлении срока их погашения по выбору самих владельцев погасить об-

лигации в общем порядке (получить денежные средства) или с учётом установленного в эмиссионных документах коэффициента оформить в собственность определённое количество квадратных метров жилья или установить в квартире городс-

кой телефон (в случае необходимости владельцы облигаций доплачивали некоторую сумму денежных средств и приобретали соответственно квартиру или телефонный номер).

На сегодняшний день указанные виды конвертируемых об-

лигаций на российском фондовом рынке не обращаются. Выпуск облигаций, погашаемых квадратными метрами жилья, не осуществим ввиду вступле-

ния в силу Федерального закона № 214-ФЗ от 30.12.2004 «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и

о внесении изменений в некоторые законодательные акты РФ», а так называемые «телефонные облигации» просто, видимо, потеряли свою актуальность.

5) Облигации с обеспечением и без обеспечения (или: обеспеченные и не обеспеченные облигации).

ОБЛИГАЦИИ БЕЗ ОБЕСПЕЧЕНИЯ	ОБЛИГАЦИИ С ОБЕСПЕЧЕНИЕМ
<p>Если исполнение обязательств по выпущенным облигациям обеспечивается самим обществом – эмитентом в рамках своего оплаченного уставного капитала без привлечения «поддержки» третьих лиц, облигации считаются необеспеченными.</p>	<p>Если для целей исполнения обязательств по облигациям выпуска привлекается обеспечение третьих лиц, то такие облигации называются обеспеченными. Основная суть привлечения обеспечения – гарантия исполнения обществом своих обязательств по выпускаемым облигациям. Если при наступлении установленного срока эмитент по каким-либо причинам оказывается не в состоянии исполнить свои обязательства, за него это должно сделать лицо, предоставившее обеспечение, т.е. обеспечитель.</p>

Согласно пункту 3 статьи 33 Федерального закона «Об акционерных обществах», а также в соответствии с пунктом 2 статьи 31 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов.

Кроме того, привлечение обеспечения третьих лиц для целей исполнения обязательств по облигациям выпуска обязательно в случае, когда объём выпуска (произведение количества облигаций выпуска и их номинальной стоимости) превышает размер уставного капитала общества (также в соответствии с указанными выше Федеральными законами).

Прежде всего, встаёт вопрос – кто такие эти «третьи лица»? Третьим лицом в данном случае признаются любые лица (как физические, так и юридические) не подпадающие под категорию «эмитента» или «владельцев облигаций». Соответственно, любое лицо, не являющееся эмитентом и/или владельцем данных облигаций может, наравне с эмитентом, отвечать перед кредиторами (владельцами облигаций) по обязательствам, возникающим с выпуском определенных облигаций.

Почему в целях обеспечения облигационного займа необ-

ходимо привлекать именно третьих лиц?

В отношении обществ с ограниченной ответственностью всё достаточно понятно. Пункт 2 статьи 31 Федерального закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» содержит прямое законодательное указание о том, что общество вправе осуществлять выпуск облигаций на сумму «...не превышающую размера его уставного капитала или величины обеспечения, предоставленного обществу в этих целях *третьими лицами*...».

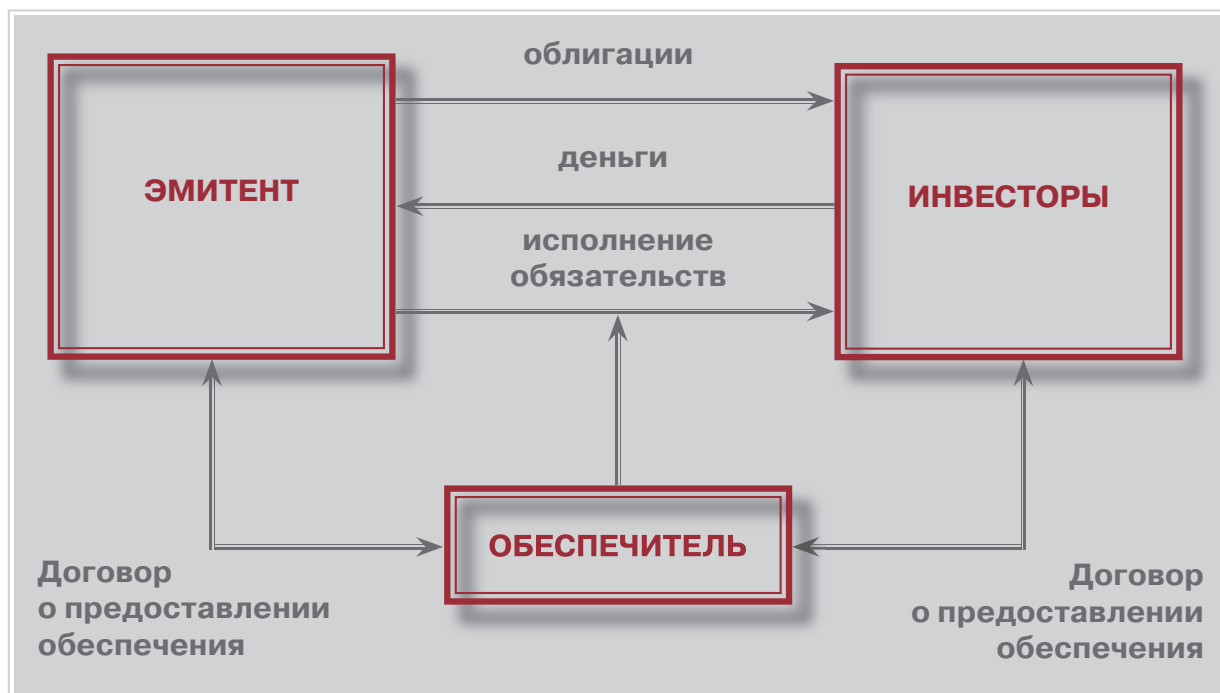
А вот с акционерными обществами не все так однозначно. Сам Федеральный закон «Об акционерных обществах» (а именно пункт 3 статьи 33) предоставляет акционерным обществам право выбора «...общество вправе осуществлять выпуск облигаций, *обеспеченные залогом определённого имущества общества*, либо облигации под обеспечение, предоставленное обществу для целей выпуска облигаций *третьими лицами*...». Вне зависимости от того, что закон предусматривает возможность выпуска акционерным обществом облигаций, обеспеченных залогом имущества самого общества, позиция государственного органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг такова, что этим имуществом общество и так отвечает перед кредиторами, соответственно, с точки зрения защиты прав и интере-

сов инвесторов, эмитент должен привлекать обеспечение третьих лиц. На сегодняшний день регистрация выпусков облигаций акционерных обществ, обеспеченных залогом имущества самого общества-эмитента не практикуется.

Многие компании, руководствуясь установленными внутренними планами стратегического развития, либо ввиду иных причин (например, не считают для себя приемлемым платить вознаграждение третьему лицу за предоставленное обеспечение) осуществляют выпуск облигаций путём образования своего 100 – процентного дочернего общества, которое с формальной точки зрения выступает эмитентом, а обеспечителем выпускаемых облигаций выступает материнская компания.

Таким образом, формально соблюдается норма закона, и, в то же время, инвестиции привлекаются и «прокручиваются» звеньями одной цепи. Примеров использования таких схем на рынке масса: Главмосстрой (обеспечитель) – Главмосстрой-Финанс (эмитент облигаций); Нортгаз (обеспечитель) – Нортгаз – Финанс (эмитент), ТАЛОСТО (обеспечитель) – Талосто-Финанс (эмитент) и т.п.

Вот как будет выглядеть схема выпуска и размещения облигаций, если для выпуска облигаций обществу необходимо привлечь обеспечение третьих лиц.



Что может выступать в качестве обеспечения по выпускаемому эмитентом облигациям? Формы обеспечения прямо предусмотрены пунктом 1 статьи 27 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»: залог, поручительство, банковская гарантия, государственная или муниципальная гарантия.

На протяжении всего периода становления и развития российского фондового рынка его основные участники проанализировали и «попробовали в деле» каждый из перечисленных выше способов обеспечения обязательств. Исследуя статистику рыночных выпусков облигаций можно смело констатировать, что «проверку временем» лучше всего выдержало поручительство. На сегодняшний день примерно 90 % размещённых выпусков облигаций обеспечены поручительством третьих лиц. Почему рынок остановил свой выбор именно на поручительстве, станет ясно сразу после краткого анализа основных аспектов каждого из описанных выше способов обеспечения долговых обязательств.

Основные аспекты залога как формы обеспечения долговых обязательств.

Основная информация, на которую необходимо обратить

внимание при рассмотрении залога в качестве обеспечения по облигационному займу, установлена статьей 27.3. Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Во-первых, в качестве залога могут выступать только ценные бумаги и недвижимое имущество. Почему законодатель так сузил круг подлежащих залогоу «объектов» при облигационном займе? Ответ на данный вопрос очевиден – переход прав собственности на ценные бумаги и недвижимое имущество подлежит обязательной фиксации (а в случае имущества – также обязательной государственной регистрации в уполномоченных государственных регистрирующих органах) в реестре именных ценных бумаг, по счёту депо уполномоченного депозитария, в едином реестре прав на недвижимое имущество и т.д. То есть, при государственной регистрации выпуска облигаций с обеспечением в форме залога определенного имущества или ценных бумаг уполномоченный орган исполнительной власти по рынку ценных бумаг всегда будет иметь возможность проверить реальное закрепление за лицом, выступающим обеспечителем по данному выпуску

облигаций, прав собственности на закладываемое имущество.

Во-вторых, интересным является способ удовлетворения требований владельцев облигаций при неисполнении равно как при неполном исполнении эмитентом своих обязательств по облигациям выпуска. Статья 27.3 указанного выше закона не предусматривает для залогодателя возможность «расплатиться с кредиторами эмитента» деньгами. Согласно пункту 8 статьи 27.3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» при наступлении обстоятельств неисполнения и/или неполного исполнения эмитентом обязательств по выпущенным облигациям, заложенное имущество подлежит реализации по первому письменному требованию любого владельца облигаций. Из денежных средств, полученных в результате проведённых торгов по реализации заложенного имущества, залогодатель рассчитывается с кредиторами эмитента (владельцами облигаций). Права требования по облигациям выпуска переходят к залогодателю в объеме удовлетворенных за эмитента требований.

В-третьих, имущество, подлежащее залогоу для целей обес-

печения облигационного выпуска, подлежит обязательной оценке независимым оценщиком. Учитывая среднерыночные расценки услуг независимых оценщиков, данная норма закона явно не удешевляет привлекаемые таким образом инвестиции.

Основные аспекты банковской гарантии как формы обеспечения долговых обязательств.

Во-первых, законодателем определена категория лиц, имеющих право предоставлять банковскую гарантию для целей организации облигационного займа. Соответственно, совершенно очевидно, что обеспечителем по облигационному займу, предоставляющим банковскую гарантию, может быть только кредитная организация.

Во-вторых, статьёй 27.5 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» установлен ряд принципиальных требований к условиям предоставляемой кредитной организацией банковской гарантии, основными из которых являются следующие:

- банковская гарантия не может быть отозвана;
- срок, на который предоставляется банковская гарантия, должен не менее чем на шесть месяцев превышать дату погашения облигаций, обеспеченных такой гарантией.

Следует отметить, что процедурно банковская гарантия оформляется также как и кредит, так как ввиду солидарности ответственности гаранта и эмитента, уровень рисков сопоставим. Соответственно и требования, предъявляемые к эмитенту, будут сопоставимы с требованиями к рядовому заемщику.

Основные аспекты государственной или муницип-

пальной гарантии как формы обеспечения долговых обязательств.

Во-первых, предоставляется такая гарантия только в соответствии с бюджетным законодательством РФ. Означает это следующее. Бюджетом государства, субъекта РФ или муниципального образования на соответствующий год должна быть предусмотрена соответствующая статья расходов на исполнение обязательств за определённого эмитента. Сумма таких расходов должна покрывать основную сумму долга и причитающиеся к выплате инвесторам купонные платежи. Учитывая, что соответствующие бюджеты утверждаются ежегодно, эмитент должен быть уверен, что его гарант сумеет пролоббировать интересы таким образом, чтобы соответствующая статья расходов была в бюджете государства, субъекта РФ или муниципального образования сохранена и перенесена на следующий год. Данный вид обеспечения, как правило, используется эмитентами, имеющими признанную стратегическую значимость для страны, субъекта или муниципального образования.

Данная форма обеспечения единственная, для которой законодатель установил субсидиарную форму ответственности по отношению к владельцам облигаций. У лиц, предоставляющих банковскую гарантию, залог имущества (ценных бумаг) или поручительство ответственность с эмитентом облигаций солидарная. Разница в солидарной и в субсидиарной ответственности заключается в следующем. При солидарной ответственности обеспечитель отвечает перед кредиторами третьего лица (в данном случае перед владельцами облигаций) в размере всего объёма облига-

ционного займа плюс причитающийся доход по займу. Фактически при наступлении срока исполнения обязательств (при этом совершенно не важно срок ли это выплаты купонных платежей или это срок погашения номинальной стоимости облигаций) кредитор (владелец облигаций) по своему усмотрению может обратиться за исполнением обязательств как к эмитенту, так и к обеспечителю. И тот, и другой должны исполнить обязательства, а затем (если эти обязательства исполнил обеспечитель) произвести расчёты между собой (эмитент вернёт денежные средства обеспечителю). В случае субсидиарной ответственности, кредитор обращается к обеспечителю только в случае отказа основного должника (эмитента облигаций) исполнить в полном объёме свои обязательства. Указанную дельту (разницу между тем сколько эмитент должен был вернуть и вернул в реальности) возмещает обеспечитель. Затем эмитент и обеспечитель, как и в случае солидарной ответственности регламентируют свои финансовые отношения по возврату эмитентом долга обеспечителю⁴ в размере исполненных за эмитента обязательств.

Основные аспекты поручительства как формы обеспечения долговых обязательств.

К поручительству, фактически, нет строго оговоренных ограничений. Обеспечителем, предоставляющим поручительство по выпуску облигаций, может быть любое лицо. Поручительство, если говорить упрощенно, представляет собой «честное слово» обеспечителя оформленное между эмитентом и лицом, предоставляющим обеспечение, в письменной форме. Единственное, пожелание к поручителю — величина его чистых ак-

⁴ На практике условия договора о предоставлении обеспечения в форме залога, поручительства и/или банковской гарантии все равно предусматривают обязанность владельца облигаций изначально обратиться за исполнением обязательств к эмитенту.

тивов должна покрывать сумму обязательств по облигационному займу эмитента.

В противном случае (если чистые активы поручителя окажутся меньше обязательств по облигациям выпуска) – проспект ценных бумаг эмитента будет содержать формулировку «Инвестиции с повышенным уровнем риска».²

Указанная простота оформления поручительства как формы обеспечения облигационного займа и привлекла основных участников российского фондового рынка и предопределила «массовость» его использования.

Есть ещё один аспект (общий для всех форм обеспечения) – раскрытие обеспечителем своей бухгалтерской отчётности. В зависимости от того, сопровождается ли выпуск облигаций регистрацией проспекта ценных бумаг или нет, разнится период, за который обеспечитель должен раскрыть свою бухгалтерскую отчётность. В случае, если выпуск облигаций не сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг – в соответствии с требованиями Приказа ФСФР России «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг» обеспечитель должен представить копию бухгалтерской отчётности за последний завершённый финансовый год и за последний квартал, предшествующие дате представления эмитентом документов для государственной регистрации выпуска облигаций, срок представления которой в соответствии с требованиями федеральных законов уже наступил.

Если выпуск облигаций сопровождается регистрацией проспекта ценных бумаг, в соответствии

с требованиями Приказа ФСФР России «Об утверждении Положения о раскрытии информации» в состав проспекта ценных бумаг включается основная информация о лице, предоставившем обеспечение, включающая его бухгалтерскую отчётность за три последних завершённых финансовых года и за последний квартал, предшествующие дате представления эмитентом документов на государственную регистрацию выпуска облигаций.

ДОГОВОР ОБЕСПЕЧЕНИЯ ИСПОЛНЕНИЯ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ ПО ОБЛИГАЦИОННОМУ ЗАЙМУ

Законодательство РФ (Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и «Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг») освобождает обеспечителя от физического подписания договора обеспечения с каждым владельцем облигаций выпуска. Фактом заключения такого договора является факт приобретения облигации выпуска. Установленная законом упрощенная схема заключения договора (основанная на фактах оферты и акцепта) вполне понятна и оправдана. При размещении облигаций круг приобретателей может быть велик, и на подписание договора обеспечения со всеми приобретателями необходимо будет затратить массу сил и времени. Кроме того, при смене владельца облигаций (например, в результате перепродажи) фактически надо перезаключать и договор обеспечения, так как происходит смена одной из сторон по договору. При перепродаже облигаций к новому владельцу переходят все права, вытекающие из обеспечения.

Однако наличие подписанного договора между эмитентом и обеспечителем – обязательное условие. На практике встречались случаи, когда после государственной регистрации выпуска облигаций обеспечитель, желая повысить свой гонорар (очередной пример «бизнеса по-русски» в чистом виде), пытался отозвать или приостановить свои обязательства. Если к моменту выявления такого «неприличного» поведения одного из участников облигационного займа договор подписан – действия обеспечителя можно списать на чисто театральную фикцию. Прекращения своих обязательств по такому договору он может достигнуть только в судебном порядке. А вот если такого договора нет (существовали только устные договоренности, и намерения обеспечителя были подтверждены подписанием основных эмиссионных документов) – для эмитента такое поведение чревато очень большими проблемами (минимальная из них – придётся доплатить обеспечителю, максимальная – искать нового обеспечителя и регистрировать изменения в эмиссионные документы).

ОСНОВНЫЕ УЧАСТНИКИ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

Описанная выше (самая первая) схема выпуска и размещения облигаций, как уже упоминалось, используется достаточно редко. Как правило, текущее состояние эмитента (например, отсутствие рыночной кредитной истории) и рыночная практика (инвесторы предпочитают в качестве участников/организаторов облигационного займа видеть известные, имеющие соответствующий опыт компании)

² Данное требование установлено в пункте 3.12 Приказа ФСФР России № 05-5/пз-н от 16.03.2005 «Об утверждении Положения о раскрытии информации»

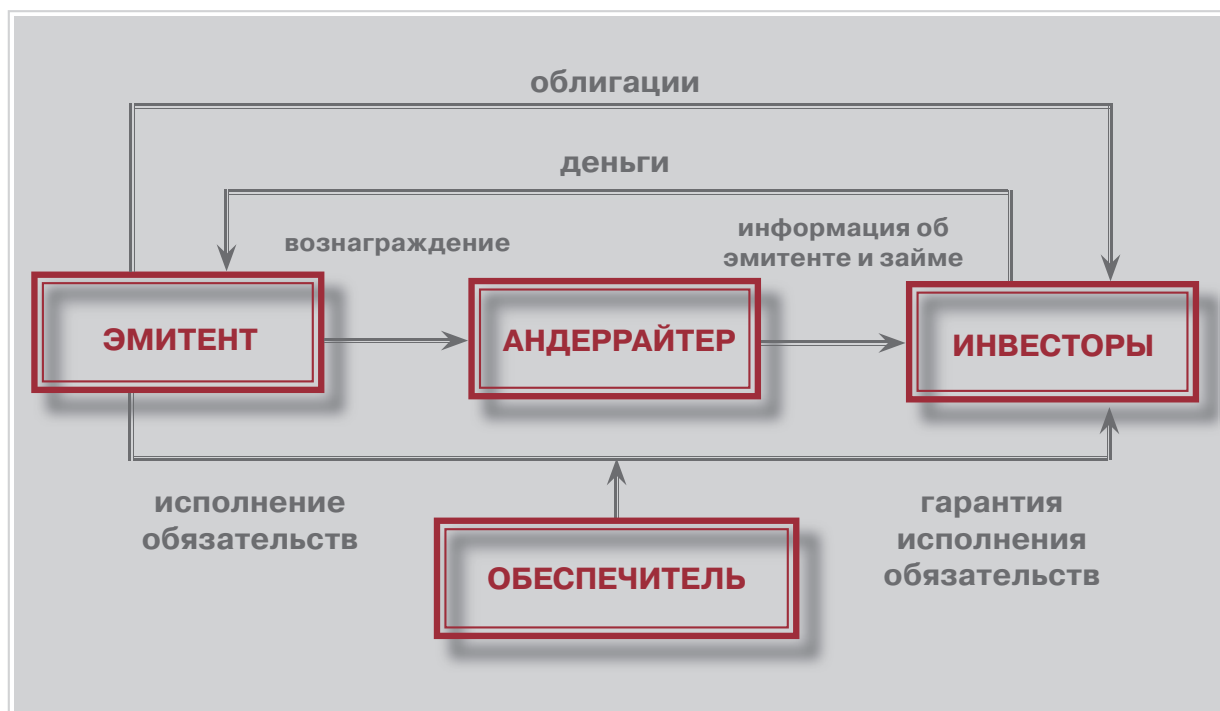
вынуждает эмитента привлекать следующих лиц:

Андеррайтер — профессиональный участник рынка ценных бумаг, в основные функции которого входит обеспечение размещения облигаций эмитента, то есть поиск инвесторов. В качестве андеррайтеров как правило выступают банки и инвестици-

онные компании, то есть организации, имеющие хорошую и состоятельную клиентскую базу.

Андеррайтеры от имени, по поручению и за счёт эмитента осуществляют продажу облигаций выпуска, за что получают комиссионные/вознаграждение от общества — эмитента. Размер вознаграждения андеррай-

тера устанавливается в договоре, который заключают стороны (эмитент и андеррайтер) между собой, и который, как правило, составляет определенный процент от объема размещенных андеррайтером облигаций. **Схема размещения облигаций с участием андеррайтера будет выглядеть следующим образом.**



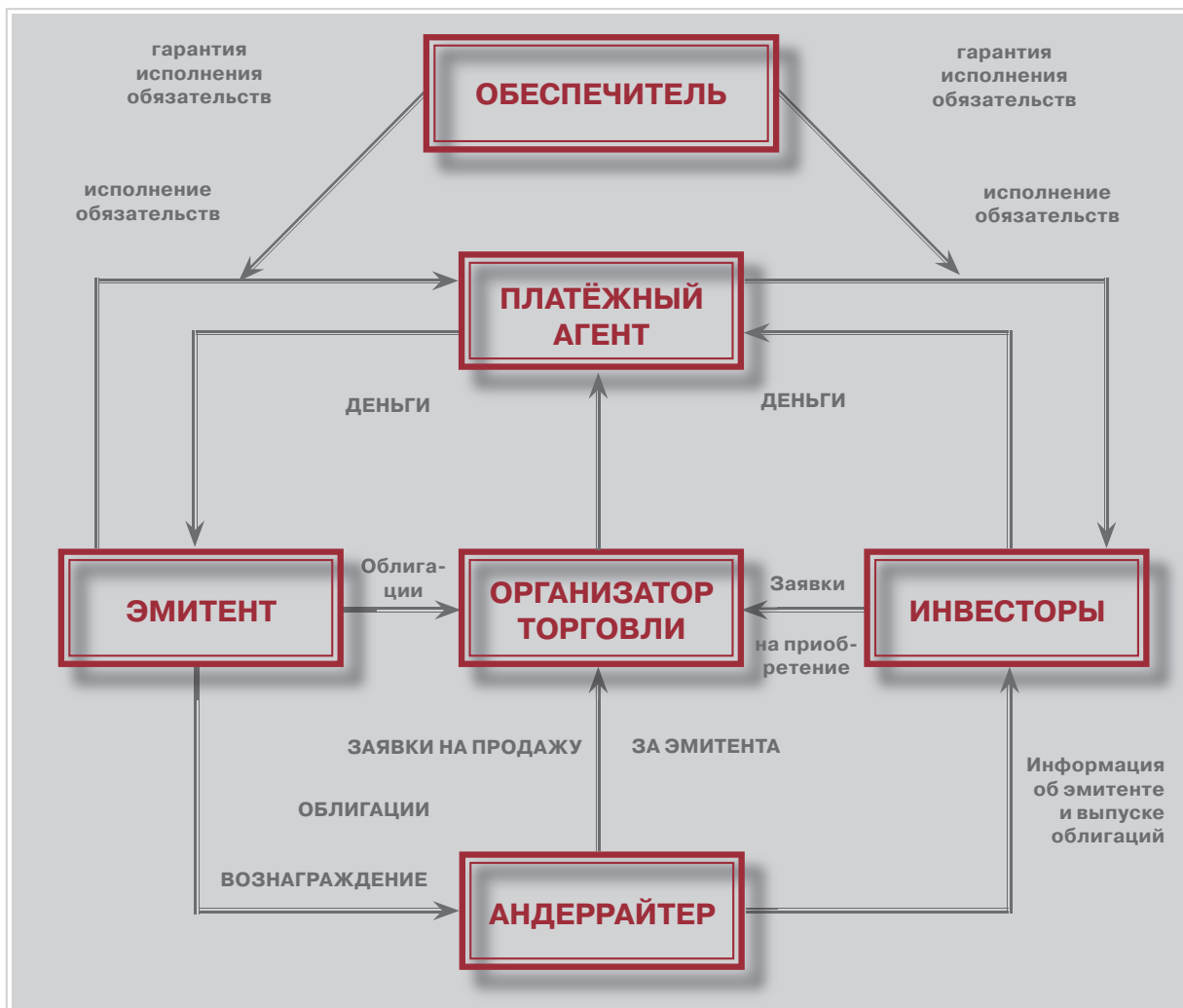
Для исполнения обязательств по выпущенным облигациям эмитент может также привлечь **платёжного агента** (банковскую структуру, которая возложит на себя обязательства по переводу денежных средств, необходимых для выплаты купонного дохода и погашения облигаций, на указанные инвесторами банковские счёта). Функция платёжного агента — техническая: эмитент в установленные даты переводит необходимый объём денежных средств на свой счёт, открытый в банке — платёжном агенте, а банк, в свою очередь, по поручению эмитента в установленный срок исполнения обязательств по облигациям выпуска переводит денежные средства на счета владельцев облигаций. В качестве платёжного агента может выступать один из андеррайтеров (если это банк). Исключением является размещение ценных бумаг на бирже — при каждой бирже свой платёжный агент.

Организатор торговли — лицензированная ФСФР России биржа. На бирже может происходить как первичное размещение облигаций, так и их вторичная торговля. Следует обратить внимание, что широко афишируемое преимущество облигационного займа (налоговая поощровка) — отнесение процентных выплат по облигационному займу на себестоимость продукции/услуг компании, действует только в отношении выпусков облигаций, обращающихся на бирже.

Если андеррайтер не хочет по каким-либо причинам брать на себя все обязанности, связанные с юридической стороной облигационного займа (оформление эмиссионных документов (решения о размещении облигаций, решения о выпуске ценных бумаг, проспекта ценных бумаг и т.п.), сопровождение государственной регистрации дан-

ного выпуска в уполномоченном государственном органе и т.п.) эмитенту необходимо привлечь **юридического консультанта** или финансового консультанта, который возложит на себя эти обязанности. Проанализировать практику в вопросе совмещения функций андеррайтера и юридического консультанта сложно. В среднем 50 % на 50 %. Оформление документов — функция техническая, но ответственная (допущенные в документах ошибки могут иметь серьёзные последствия как для эмитента так и для андеррайтера) и времязатратная, поэтому андеррайтеры предпочитают привлекать специализирующиеся консалтинговые компании и согласовывать с ними эмиссионные документы.

Схема выпуска облигаций с привлечением платёжного агента и биржи будет выглядеть следующим образом.



Ещё одно лицо, как правило, привлекаемое к организации облигационного займа — *реестродержатель или депозитарий*, то есть организация, осуществляющая учёт прав по выпущенным облигациям. Если облигации выпускаются в бездокументарной форме — то реестр владельцев таких облигаций будет вести независимый регистратор, или лицо, ответственное за ведение реестра именных ценных бумаг в обществе (если независимого регистратора нет). Если выпуск оформлен в документарной форме, то эмитент как правило, предпочитает оформлять весь выпуск одним сертификатом и депонировать его у депозитария (очень редко сертификаты выдаются на руки владельцам, чтобы избежать неприятностей с подделкой и чтобы на отчётные даты иметь представление о структуре владельцев облигаций эмитента).

ПРОЦЕДУРА ВЫПУСКА И РАЗМЕЩЕНИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Всю процедуру выпуска и размещения облигаций можно разбить на несколько этапов.

1. Стартовый этап: Разработка концепции выпуска и размещения облигаций

1.1. Анализ финансового состояния эмитента.

Методика расчёта основных финансовых показателей коэффициентов установлена Приказом ФСФО РФ от 23.01.01 № 16. Фактически, методика, приведенная в данном приказе, соответствует среднерыночной практике анализа инвесторами финансового состояния эмитента облигаций. Между тем, из всех финансовых показателей, приведенных в Приказе, для целей эмиссии облигаций (а именно, оценки состояния потенциального заемщика) для инвесторов принципиальное значение имеют следующие наиболее распространенные, понятные и достаточно полно характеризующие деятельность компании, показатели.

Показатели ликвидности.

Показатели ликвидности характеризуют способность компании удовлетворять претензии держателей краткосрочных долговых обязательств. Если более точно под ликвидностью (платежеспособностью) понимается способность предприятия своевременно и в полном объеме произвести расчеты по краткосрочным обязательствам.

1. *Коэффициент текущей ликвидности* (Текущие активы/Текущие обязательства). Нормативное значение >1,0

Нижняя граница обусловлена тем, что оборотных средств должно быть по меньшей мере достаточно для погашения краткосрочных обязательств, иначе компания, фактически, оказывается под угрозой банкротства. Превышение оборотных средств над краткосрочными обязательствами более чем в три раза, также нежелательно, так как может свидетельствовать о нерациональной структуре активов.

2. *Коэффициент абсолютной ликвидности* (Денежные средства + Краткосрочные финансовые вложения)/Текущие обязательства. Нормативное значение 0,2-0,5

Показывает, какая доля краткосрочных долговых обязательств может быть покрыта за счет денежных средств и их эквивалентов в виде рыночных ценных бумаг и депозитов, т.е. практически абсолютно ликвидных активов.

Показатели структуры капитала

1. *Коэффициент финансовой независимости* (Собственный капитал/Суммарный актив). Нормативное значение 0,5-0,8

Характеризует зависимость компании от внешних займов. Чем ниже значение коэффициента, тем больше займов у компании, тем выше риск неплатежеспособности. Низкое значение отражает также потенциальную опасность возникновения у компании дефицита денежных средств. В целом интерпретация показателя зависит от многих факторов: средний уровень подобного коэффициента у других компаний – аналогов, доступа компании к дополнительным источникам долгового финансирования, особенностей деятельности и т.п.

2. *Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами* ((Собственный капитал – Внеоборотные активы)/Оборотный капитал). Нормативное значение >0,1

Суть фактически та же, что и у коэффициента финансовой независимости: анализ соотношения между собственным капиталом и заемными средствами компании.

Показатели деловой активности (оборачиваемости)

1. *Оборачиваемость активов* (Суммарная выручка за год/Среднее значение суммы всех активов за год). Нормативное значение >1

Характеризует эффективность использования компанией всех

имеющихся в распоряжении компании ресурсов, независимо от источников их привлечения. Показывает сколько раз в год совершается полный цикл производства и обращения, приносящий соответствующий эффект в виде прибыли. Этот коэффициент также сильно зависит от специфики деятельности компании, отрасли. Напрямую не измеряет кредитоспособность компании, но формирует представление инвесторов при оценке эффективности деятельности компании.

2. *Оборачиваемость дебиторской задолженности* (Счета к получению/Чистый объем продаж)*365

Показывает число дней, требуемое для взыскания задолженности. Чем меньше число этих дней, тем быстрее дебиторская задолженность оборачивается в денежные средства и, следовательно, повышает ликвидность оборотных средств предприятия. Высокое значение может свидетельствовать о трудностях взыскания средств по счетам дебиторов.

Показатели рентабельности

Показывают насколько прибыльна деятельность компании. Прямо не влияет на платежеспособность компании, однако, естественно, если рентабельность низкая или отрицательная, инвесторы могут предположить, что компания сталкивается со значительными проблемами и через какое-то время может оказаться неплатежеспособной.

1. *Рентабельность продаж* (Чистая прибыль/Объем выручки) указывает долю чистой прибыли в объеме продаж (выручки).

2. *Рентабельность собственного капитала* (Чистая прибыль/Совокупный собственный капитал)*100 %.

Сложно привести нормативные значения по коэффициентам рентабельности. На эти показатели очень сильно влияет специфика деятельности компании и отрасли в целом.

Резюме по всем вышеприведенным показателям, методикам их расчета и трактовки полученных результатов может быть только одно: важно оценивать историю деятельности общества, оценивать ее динамику, соотносить показатели с реальностью деятельности компании – аналогов, осуществляющих свою деятельность в данной отрасли. Если результат отличается от установленных нормативных рамок, но имеет разумное объяснение, то инвесторы будут в состоянии здраво оценить информацию и принять соответствующее решение о предоставлении денежных средств данной компании.

1.2. Подбор основных участников/организаторов облигационного займа.

Изначально осуществляется поиск и достижение договоренностей с андеррайтером. Затем андеррайтер, оценивая свои возможности, а также цели, пожелания и возможности эмитента, рекомендует компании – заемщику иных необходимых организаторов облигационного займа.

1.3. Согласование основных параметров облигационного займа.

Осуществляется разработка и согласование с эмитентом и потенциальными инвесторами основных параметров облигационного займа (срок обращения облигаций, ориентировочная доходность, порядок погашения облигаций, включая возможность досрочного погашения ценных бумаг и т.п.).

1.4. Разработка информационного/инвестиционного меморандума.

Информационный или инвестиционный меморандум содержит основную информацию о деятельности компании-эмитента облигаций. Описываются основные показатели финансово-экономической деятельности, наиболее значимые реализованные проекты, имеющаяся кредитная история, состав топ-менеджеров и собственников компа-

нии, приводится бухгалтерская отчётность эмитента как минимум за последний завершённый финансовый год и т.п. То есть, в состав информационного и/или инвестиционного меморандума входит основная информация, необходимая инвесторам для принятия решения о приобретении (либо о неприобретении) облигаций данного эмитента.

1.5. Предварительные встречи/работа с потенциальными инвесторами.

На данном этапе андеррайтер осуществляет предварительные переговоры с инвесторами, позволяющие в целом оценить заинтересованность участников российского фондового рынка в приобретении облигаций данного эмитента и сделать обоснованные прогнозы об успешности или потенциальных рисках размещения данной компанией облигаций.

2. Формальный этап: соблюдение законодательных норм.

2.1. Подготовка эмиссионных документов в соответствии с требованиями Приказа ФСФР от 16.03.2005 года № 05-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг»:

- *принятие решения о размещении облигаций.* Принимается советом директоров общества, если уставом общества компетенция по принятию такого решения не отнесена к общему собранию акционеров компании. Решение о размещении облигаций - это протокол заседания Совета директоров общества, в котором отражены следующие вопросы: 1) определено количество и номинальная стоимость размещаемых облигаций; 2) установлены форма, порядок и срок погашения облигаций выпуска; 3) определен способ размещения облигаций (открытая или закрытая подписка); 4) цена размещения (порядок ее определения); 5) а также могут быть определены дополнительно: срок (порядок

его определения) размещения облигаций (максимально – 1 год с даты государственной регистрации выпуска облигаций); форма, порядок и срок оплаты размещаемых облигаций; порядок заключения договоров; доход по облигациям (порядок его определения);

- *подготовка основных эмиссионных документов* (решения о выпуске ценных бумаг, проспекта ценных бумаг (в случае размещения облигации по открытой подписке), анкеты эмитента и других документов, необходимых для государственной регистрации выпуска облигаций эмитента);

- *государственная регистрация выпуска облигаций* осуществляется в ФСФР России или в уполномоченных региональных отделениях ФСФР России в соответствии с разделением полномочий, установленным Приказом ФСФР России № 05-15/пз-н от 20.04.2005;

- *изготовление сертификата (сертификатов) облигаций* в случае необходимости. Сертификат облигаций должен соответствовать требованиям статьи 18 ФЗ «О рынке ценных бумаг»;

- *прохождение процедуры допуска ценных бумаг эмитента к торгам на бирже* (подготовка и предоставление на рассмотрение биржи комплекта документов, предусмотренных правилами ведения торгов на площадке выбранной биржи для листинга ценных бумаг).

3. Основной этап: размещение облигаций эмитента, привлечение заемных денежных средств

Здесь свои функции и обязанности должен выполнить привлеченный андеррайтер, либо компания – эмитент сама размещает (осуществляет первичную куплю-продажу) свои облигации.

4. Второй формальный этап: государственная регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг.

По факту размещения всех облигаций выпуска или по истечении срока размещения облигаций эмитент (нанятая им организация, или андеррайтер, в случае, если в соответствии с условиями договора он принимал на себя соответствующие обязательства) обязан подготовить комплект документов, необходимый для регистрации отчета об итогах выпуска облигаций. Именно регистрация отчета является фактом подтверждения окончания (успешного или нет) размещения облигаций. Максимальный срок размещения облигаций – один год с даты государственной регистрации выпуска ценных бумаг (при этом условиями размещения облигаций эмитент может устанавливать по согласованию с организаторами займа меньший срок), если все облигации выпуска размещены раньше указанного срока – документы на регистрацию отчета об итогах выпуска ценных бумаг представляются в уполномоченный регистрирующий орган не позднее 1 месяца с даты размещения последней облигации выпуска.

5. Обращение и погашение облигаций выпуска.

На данном этапе организаторы выпуска должны обеспечить создание и поддержание вторичного рынка облигаций эмитента (поддержание котировок, создание рыночного спроса на облигации эмитента). Инвесторы должны видеть заинтересованность других участников рынка в данных облигациях (то есть то, что облигации торгуются, что они ликвидны), если облигации станут мертвым грузом, то при первой оферте к выкупу облигаций, инвесторы вернут эмитенту значительную часть займа. Что такое оферта? С определенной периодичностью, как правило, один раз в год, эмитент предлагает инвесторам выкупить у них свои облигации. Данную обязанность эмитент закрепляет за собой по своему усмотрению и описывает в эмиссионных документах. Делается это с целью

защиты финансовых интересов инвесторов. Если по истечении года ожидания инвесторов не оправдываются (появляются плохие слухи об эмитенте или обеспечителе займа из доверительных источников или происходят иные неблагоприятные события), они могут предъявить приобретённые ими облигации к выкупу эмитентом. Эмитент обязан приобрести такие облигации по заявленной цене и в последующем пытаться разместить их вновь.

В установленные сроки эмитент исполняет свои обязательства: выплачивает купонные платежи и по истечении срока обращения облигаций производит их погашение.

На этом облигационный займ считается завершённым, и организаторы займа, и участники рынка делают свои выводы относительно его успешности и эффективности. Если никаких эксцессов в период размещения и обращения не произошло (обязательства исполнялись в установленные сроки, эмитент раскрывал в сроки необходимую информацию и т.п.), выпуск облигаций считается успешным, начало формирования позитивной кредитной истории эмитента положено, и в последующем эмитент может смело рассчитывать на понижение процентной ставки по облигациям (инвесторы будут рассматривать такие бумаги как менее рискованные), и на понижение вознаграждения андеррайтеру за его услуги по размещению облигаций (по тем же причинам, плюс клиентскую базу последующие андеррайтеры уже будут знать).

СРЕДНЕРЫНОЧНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

Закончить статью хотелось бы анализом основных усреднённых параметров облигационного займа, предпочитаемых инвесторами.

- Объём выпуска: 500 млн. рублей. Считается, что именно такой объём способен обеспечить ликвидность выпуску облигаций.

- Срок обращения облигаций: 3 года. Для первого выпуска более долгий «срок жизни» облигаций оценивается инвесторами как более рискованный. Хотя, если предусматривать ежегодные оферты к выкупу, удлинение данного срока может быть воспринято инвесторами нормально.

- Доходность (средняя для первого займа) в районе 12-13 % годовых в рублях. Следует отметить, что предлагаемая доходность выше 14 %, может насторожить инвесторов, так как будет свидетельствовать о том, что эмитент сам осознаёт свою высокорисковость, и соответственно, сразу предлагает завышенный доход. Интересно проанализировать динамику показателей доходности по облигациям с момента начала развития российского облигационного рынка. Например, Магнитогорский металлургический комбинат организовал первую эмиссию облигаций в 2000 году. Доходность по этому выпуску была установлена на уровне 32 % годовых в рублях. Последующую эмиссию облигаций эта же компания организовала к концу 2001 года. Уровень доходности, предложенной инвесторам, уже составил около 18 %. Ещё пример. В 1999 году компания АЛРОСА первый свой выпуск облигаций разместила под 39 % годовых. Последующие выпуски облигаций также продемонстрировали снижение показателей доходности. В начале 2001 года АЛРОСА разместилась под 26 %, а в конце 2001 года – под 21,5 %. Из описанного выше следует как минимум два основных вывода. Первый: на рынок облигаций приходит все больше средств, что позволяет снижать планку предлагаемой инвесторам доходности. Кроме того, факт такого притока денег еще раз подтверждает эффективность облигаций как способа инвестирования капиталов. Второй: при нормальном обслуживании первого облигаци-

онного займа, все последующие будут обходиться заемщику дешевле, ввиду приобретения заемщиком некоего статуса доверия от инвесторов.

- Купонные периоды: не реже 2 раз в год, чаще практикуется 4 раза в год (поквартально).

- Оферта к выкупу: раз в год. И, как правило, каждый год в течение всего срока обращения облигаций.

В 2005 году рынок корпоративных облигаций пополнил свои ряды такими компаниями как:

- ООО «Волшебный край» (сельскохозяйственная отрасль): объём облигационного выпуска составил 500 млн. рублей.

- ОАО «Инмарко» (пищевая промышленность): 1 млрд. рублей.

- ООО «Лаверна» (торговля): 1 млрд. рублей.

- ООО «Омела Холдинг» (торговля): 50 млн. рублей.

- ОАО «Салаватстекло» (производственная отрасль): 750 млн. рублей.

- ОАО «Пермский моторный завод» (машиностроение): 1,2 млрд. рублей.

- ООО «ТОП-КНИГА» (торговля): 700 млн. рублей.

И многими другими российскими компаниями различных отраслей экономики.

В заключении хотелось бы отметить, что облигации – финансовый инструмент, который руководство любой компании обязательно должно иметь ввиду. Даже если на сегодняшний день вопрос организации облигационного займа для Вашей компании слишком дорог или просто в силу определённых причин не актуален, в будущем ситуация может поменяться, и привлечение заёмных инвестиций путём выпуска и размещения облигаций станет для компании одним из основных источников финансирования бизнеса.