





Облигационные займы

Многие предприятия на сегодняшний день нуждаются в привлечении денежных средств для поддержания стабильного уровня производства, его переоснащения, внедрения новых технологий. На протяжении многих лет существует противоречие: в то время как производство задыхается без инвестиций, потенциальные инвесторы не могут найти достойного объекта для вложения денег. И дело отнюдь не в слабости российских предприятий - рост промышленного производства наглядно демонстрирует их возможности. Просто сегодня отсутствует необходимое связующее звено между инвестором и предприятием - нормальные финансовые инструменты.

Интерес предприятия состоит в том, чтобы привлечь дешевые деньги на достаточно длительный срок. В таком случае, принципиальным становится решение, какой основе предприятие хочет привлечь финансирование: на долговой в виде банковских кредитов, векселей или выпуска облигаций, долевой (акции) или использовать некую смешанную форму.

Как показывает практика, наибольшее распространение получило привлечение инвестиций в виде долгового финансирования, так как продажа акций или размещение дополнительного выпуска акций в большинстве случаев подразумевает смену собственника компании - эмитента.

Итак, рассмотрим подробнее, чем же облигация привлекательнее векселя или банковского кредита?

Параметр	Инструмент	Оценка	
Влияние на кредитный рейтинг	Облигация	Вексель	Банковский кредит
			
Управление долгом	Облигация	Вексель	Банковский кредит
			
Диверсификация кредитного портфеля	Облигация	Вексель	Банковский кредит



Ликвидность рынка

Облигация

Вексель

Банковский кредит



Сроки заимствования

Облигация

Вексель

Банковский кредит



Стоимость займа

Облигация

Вексель

Банковский кредит



Затраты по организации займа

Облигация

Вексель

Банковский кредит

Сравнительный анализ инструментов

Облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

Как следует из нижеприведенной сравнительной таблицы, облигация является одним из самых привлекательных способов заимствований.

Допустим, предприятию требуется привлечь 1 000 000 000 (один миллиард) рублей. К примеру, предприятие выпускает облигационный заем в размере 1 000 000 (один миллион) облигаций номинальной стоимостью 1 000 (одна тысяча) рублей каждая. Выпуская векселя, предприятие должно их номинировать значительно большей суммой, например 10 векселей по 100 000 000 (сто миллионов) рублей каждый. Если же предприятие желает воспользоваться банковским кредитом, то скорее всего, в таком

случае придется прибегнуть к синдицированному банковскому кредитованию.

В случае с эмиссией облигаций, очевидно, что купить при размещении их сможет значительно большее количество инвесторов (кредиторов), нежели при выпуске векселей, за счет меньшей номинальной стоимости облигаций. Таким образом, предприятие-эмитент получает возможность ориентироваться на большее количество инвесторов, т.е. диверсифицирует пул кредиторов, что влечет меньшую от них зависимость, чем при банковском кредитовании или выпуске векселей. Следует также учитывать, что вексель может быть предъявлен к погашению в любой момент после наступления определенной даты или события, что заставляет изымать из оборота и замораживать под погашение векселей достаточно крупные денежные суммы, тогда как облигация должна быть погашена точно в определенный срок, что позволяет предприятию заранее предусмотреть данный платеж.

За счет широкого круга инвесторов при эмиссии облигаций, предприятие - эмитент получает уникальную возможность публичного формирования кредитной истории. Известны случаи, когда предприятия специально выходили на облигационный рынок с единственной целью - создания кредитной истории, даже в том случае, когда они имели возможность получения более дешевых заимствований в иной форме. Также низкая номинальная стоимость одной облигации вкуче с большим объемом выпуска и техническими приемами поддержания двусторонних котировок позволяют сформировать по конкретному выпуску ликвидный рынок, где любой инвестор может в любой момент продать или купить облигацию, что намного сложнее сделать при выпуске векселей и практически невозможно при банковском кредитовании. Потенциальная ликвидность, разумеется, также привлекает инвесторов - кредиторов.

При этом предприятие получает возможность гибкого управления собственным долгом - при наличии свободных денежных средств эмитент может выкупить часть собственных облигаций и тем самым уменьшить размер собственной задолженности.

В новейшей истории рублевого облигационного рынка российских корпораций известны случаи, когда сроки заимствований составляли от 3 месяцев до 5 лет. Разумеется, предприятие совместно с финансовым консультантом должно определить, по какой цене и на какой срок оно готово занять деньги на фондовом рынке. Как показывает практика, в силу упомянутых преимуществ облигаций, предприятие - эмитент получает возможность привлечения дешевых денег на достаточно длительный срок.

Кроме всего прочего, на стоимость облигационного займа также влияют затраты, необходимые для его организации и обслуживания. Это так называемые инфраструктурные затраты. Более подробно о них рассказано в разделе "Техника выпуска облигаций". При этом следует учитывать, что по самые большие инфраструктурные затраты ожидают эмитента при выпуске векселей, а наименьшие, по оценкам экспертов, - при эмиссии облигаций.

Если говорить об оборотной стороне эмиссии облигаций, то среди основных препятствий для развития облигационного рынка стоит отметить налог на ценные бумаги: его негибкость и непродуманность ставят под угрозу дальнейшее развитие рынка эмиссионных ценных бумаг. Ко второму фактору можно отнести крайне малое число специалистов, способных эффективно работать с инструментами с фиксированной доходностью, недостаток информации и т.д. Здесь можно провести прямую аналогию между долями расчетов наличными и с помощью кредитных карт у нас и на Западе с долями рынка векселей и рынка корпоративных облигаций.

Существенным сдерживающим моментом являются также действующее ограничение объема выпуска облигаций размерами уставного капитала эмитента (без предоставления обеспечения), а также слабое правовое регулирование выпуска облигаций под обеспечение третьих лиц. Следует также отметить сложную процедуру регистрации эмиссии облигаций.

И все же наиболее перспективным инструментом, позволяющим инвесторам выгодно вкладывать свои деньги, а российским предприятиям привлекать жизненно необходимые инвестиции, специалисты сегодня единогласно считают корпоративные облигации.

Типы облигаций

Именные бездокументарные облигации

Документарные облигации на предъявителя без обязательного централизованного хранения

Документарные облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением

Следует сказать, что российская система учета прав на ценные бумаги достаточно своеобразна. Существуют два направления - регистраторское и депозитарное, обусловленное условиями лицензирования видов деятельности на рынке ценных бумаг. Регистраторская деятельность является исключительной.

Регистраторское направление представлено компаниями - регистраторами, которые осуществляют ведение реестра владельцев исключительно именных ценных бумаг и являются для них учетной организацией первой инстанции.

Депозитарное направление представлено компаниями - депозитариями, осуществляющими учет и удостоверение прав на все виды ценных бумаг. И если для облигаций на предъявителя депозитарий является учетной организацией первой инстанции, то для именных ценных бумаг - лишь второй, так как для учета именных ценных бумаг депозитарий должен открыть счет номинального держания в реестре. Депозитарная деятельность не является исключительной и может сочетаться с другими видами деятельности на рынке ценных бумаг, в том числе - клиринговой.

Именные бездокументарные облигации - ценные бумаги, не существующие в материальном мире. Их нельзя "пощупать". При выпуске бездокументарных облигаций предприятие регистрирует условия их выпуска и обращения - проспект эмиссии (при необходимости) и решение о выпуске, и заключает договор с компанией - регистратором, осуществляющим ведение реестра владельцев именных ценных бумаг.

Неудобство такой формы выпуска облигаций заключается в том, что облигации в большинстве случаев необходимо размещать на бирже, а расчетной организацией по ценным бумагам при соответствующей бирже может быть только депозитарий. Таким образом при размещении и обращении именных облигаций на бирже, учетная система представляет из себя такую цепочку:

В случае эмиссии документарных облигаций на предъявителя без обязательного централизованного хранения появляется возможность исключить из вышеуказанной цепочки лишнюю организацию - регистратора, при этом учетной организацией первой инстанции становится депозитарий. Но в таком случае теряется преимущество облигации перед векселем, так как появляется необходимость печатать большое количество бланков облигаций и определять подлинность каждой документарной ("материальной") облигации.

А если придать облигациям документарную форму с обязательным централизованным хранением, то решаются три проблемы:

отпадает необходимость платить лишние деньги регистратору;
печатается только один сертификат, который удостоверяет права на весь выпуск облигаций;

отпадает необходимость в проверке подлинности облигаций, так как единственный сертификат не выдается на руки владельцам облигаций, а права на ценные бумаги удостоверяются записями по счетам депо.

Схема в таком случае, без лишнего звена, будет выглядеть так:

Итак, учитывая вышесказанное, оптимальной формой облигационного займа является выпуск документарных облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением.

Виды облигаций

Дисконтные или процентные облигации

Обычные или конвертируемые облигации

Дисконтная облигация - стоимость облигационного займа для предприятия - эмитента составляет разницу между ценой первичной продажи (размещения) облигаций и номинальной стоимостью облигации

Процентная облигация - стоимость облигационного займа для эмитента составляет назначенная им процентная ставка сверх номинальной стоимости облигации. Существуют фиксированные или плавающие процентные ставки.

Учитывая высокую нестабильность процентных ставок в России, было бы ожидать, что спросом будут пользоваться облигации с переменным купоном. Однако, нужно учитывать, что после дефолта России по ГКО, не существует сколь-либо признанных процентных ставок, ни по рублевым, ни по валютным финансовым инструментам. Наиболее часто используемым индикатором рублевых процентных ставок является ставка рефинансирования Банка России, однако и этот показатель далек от совершенства, поскольку устанавливается административным путем, и далеко не всегда отражает реальный уровень процентных ставок. Поэтому, облигации с плавающим купоном вряд ли могут быть применены, поскольку привязка к показателям типа LIBOR при выпуске облигаций на внутреннем рынке вряд ли оправдана.

Еще одна возможность состоит в выпуске облигаций с переменным купоном, купонная ставка по которым устанавливается эмитентом и не является жестко привязанным к каким-либо финансовым индикаторам. При этом, по мнению экспертов, перспективен выпуск облигаций с пересматриваемым купоном и пут-опционом (правом инвестора на досрочное погашение облигации в определенный период), поскольку только в этом случае эмитент будет заинтересован в том, чтобы устанавливать такие купонные ставки, что цена облигаций не упадет ниже номинала, и инвесторы не начнут предъявлять облигации к досрочному выкупу.

По мнению экспертов большой интерес для российских предприятий может представлять выпуск конвертируемых облигаций, поскольку, в определенных случаях это позволяет использовать положительные стороны как долевого, так и долгового финансирования. Это обуславливается тем, что подавляющее большинство участников фондового рынка убеждены в долгосрочной тенденции роста цен российских акций. Но риски, ассоциируемые с инвестированием в акции, неприемлемы для большинства инвесторов. А выпуск конвертируемых облигаций позволяет этих рисков избежать. Кроме того повышенный спрос на конвертируемые облигации со стороны инвесторов

может быть связан с практическим отсутствием в стране рынка производных ценных бумаг.

Под понятием "конвертируемая облигация" в России обычно понимается достаточно специфический вид таких облигаций, который предусматривает обязательную конвертацию и не предусматривает купонных выплат. Однако выпуск таких облигаций, фактически является вариантом выпуска акций с отсроченной поставкой. По мнению экспертов, перспективен может быть именно выпуск традиционных конвертируемых облигаций, привлекательность которых для инвестора обуславливается именно наличием опциона, т.е. права выбора - осуществлять или не осуществлять конвертацию.

Положительные стороны выпуска конвертируемых облигаций для эмитента:
Фиксация минимальной цены, по которой будет произведено размещение акций. Таким образом, предприятие имеет возможность установить минимальную цену, ниже которой оно акции размещать не будет.

Снижение процентных платежей по облигациям.

Существуют основания предполагать возможность роста акций предприятия до уровня цен, делающих конвертацию выгодной для инвесторов. В противном случае инвесторы будут рассматривать данную ценную бумагу как обыкновенную облигацию, и требовать соответствующую процентную ставку. Однако, при выпуске конвертируемых облигаций предприятие должно иметь ввиду, что при существенном росте цен на акции предприятию придется реализовать акции по цене, которая будет значительно меньше рыночной.

Финансовое обоснование

Выпуск облигации целесообразен при привлечении достаточно больших объемов финансирования.

Публичный выпуск облигаций сопряжен с расходами на уровне минимум \$15 тыс. + 2-3%

от объема выпуска. Поэтому минимальная сумма, которую есть смысл привлекать посредством выпуска облигаций, составляет не менее \$1-2 млн. Выпуск облигаций, таким образом, может рассматриваться только крупными предприятиями.

Эмитент облигаций (при их публичном размещении), должен быть прибыльным в настоящий момент (по крайней мере, не убыточным) предприятием.

Предприятие должно иметь высокую составляющую "живых" денег в своих поступлениях. В настоящее время инвесторы как никогда заинтересованы в надежности, и предприятие действительно должно иметь показатели, однозначно указывающие на то, что при любом варианте развития событий оно сможет погасить свои облигации. В противном случае облигации просто не будут приобретаться инвесторами

Эмитент облигаций должен иметь конкретную инвестиционную программу, на реализацию которой планируется направить привлеченные средства. Инвесторы будут требовать реального проекта, под который выпускаются облигации.

Эмитент облигаций, желательно, должен быть достаточно хорошо известными широкому кругу потенциальных инвесторов.

Если предприятие этим критериям удовлетворяет, есть смысл рассматривать облигации как вариант привлечения средств. Однако это еще не означает, что данный вариант является оптимальным. Дать однозначную рекомендацию, когда есть смысл проводить выпуск облигаций, представляется возможным только при участии финансовых аналитиков с учетом конкретного момента времени и конкретного предприятия. Здесь можно лишь указать общие соображения, которые свидетельствуют в пользу выпуска облигаций:

Выпуск облигаций обычно применяется для финансирования достаточно крупных, долгосрочных инвестиционных программ, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска. Если говорить о конкретных российских условиях, то выпуск облигаций есть смысл применять для привлечения финансирования в размере от \$1-2 млн. в целях реализации инвестиционных программ на срок до 3-5 лет, сопряженных с низким или умеренным уровнем риска.

Рекомендации

В заключение хотелось бы отметить, что выпуск облигаций в 99% случае сопряжен с привлечением андеррайтеров, финансовых консультантов, организаторов выпуска и платежных агентов, без которых предприятию проблематично ориентироваться в текущей конъюнктуре и требованиях фондового рынка. Андеррайтер обязуется гарантированно разместить облигации предприятия, финансовый консультант помогает определить перспективу, объем, процентные ставки и сроки заимствований, организатор выпуска выполняет всю техническую работу по организации займа, а платежный агент исчисляет налоги и осуществляет платежи инвесторам. Часто одна компания, как правило, инвестиционный банк, в состоянии предоставить все услуги по выпуску облигаций.

Если у Вас возникла заинтересованность после ознакомления с изложенным материалом, мы можем Вам порекомендовать инвестиционную компанию или инвестиционный банк, имеющие положительный опыт и высокую культуру анеррайтинга на фондовом рынке.

Более подробная информация об облигационных выпусках Администрации городского округа город Уфа Республики Башкортостан приведена [здесь](#)