

Конструирование облигационного займа с индивидуальным поручительством

Александра Чигринская
ведущий консультант ОАО «ИК «Еврофинансы»

Одним из наиболее интересных событий на долговом рынке 2006-2007 гг. стал дебютный выпуск облигаций небольшого объема с индивидуальным поручительством¹. До этого времени предусмотренная российским законодательством возможность привлечения физического лица в качестве поручителя использовалась лишь для небольших займов, распространяемых по закрытой подписке.

Статья посвящена анализу нюансов и возможных рисков, которые необходимо учитывать при конструировании подобного рода займов для предприятий малой капитализации².

Плюсы индивидуального поручительства в современных условиях российского рынка публичных заимствований.

Основными тенденциями на рынке корпоративных облигаций являются: укрупнение выпусков, рост количества эмитентов, повышение ликвидности рынка, профессиональный рост его участников. В такой ситуации может показаться, что рынок закрыт для компаний малой капитализации. Тем не менее, существующая практика успешного размещения займов доказывает несостоятельность таких мыслей.

На фоне текущих масштабов рынка корпоративных облигаций, объем которого по итогам 2006 года составил 902 млрд. руб., когда наиболее популярный объем выпуска 300 до 2000 млн. руб., небольшие размеры заимствований (200 и меньше млн. руб.) и вправду кажутся весьма необычными. Однако в статье идет речь о выпусках, которых отличают не только нетипичный для публичных размещений размер, но и способ обеспечения. Параметры займа выбираются таким образом, чтобы добиться наибольшей эффективности. При их конструировании учитываются не только текущая ситуация на рынке и требования законодательства РФ о ценных бумагах, но также интересы и риски как эмитента, так и инвесторов.

Выбор в пользу выпуска облигаций с индивидуальным поручительством обуславливается тем, что наличие обеспечения позволяет решить две задачи:

¹ Основные параметры займа: документарных процентных неконвертируемых облигаций на предъявителя ООО «Омела Холдинг» обеспеченные поручительством двух физических и одного юридического лица, выпущенные объемом 50 млн. руб. на 1,5 года, ставка купона, установленная при размещении – 18% годовых под развитие бизнеса (новой продуктовой линии).

² К предприятиям малой капитализации (small caps) относятся не только компании, капитализацию которых можно рассчитать, исходя из рыночной стоимости их акций, котирующихся на бирже, но и небольшие компании, с активами от 0,8-3 до 8-10 млн. долл. США, находящиеся в стадии роста, показывающие стабильно растущие доходы с ежегодными оборотами от 2-3 до 30-40 млн. долл. США

- сделать займ менее рискованным и, следовательно, более привлекательным для инвесторов, что в свою очередь, позволит снизить риск неполного размещения;

- привлечь средства в большем объеме, чем размер уставного капитала компании. На необходимость учета данного обстоятельства указывает законодательство, в соответствии с требованиями которого возможность привлечения средств в большем объеме, чем размер УК, появляется при наличии обеспечения³.

Законодательные возможности использования индивидуального поручительства

В настоящее время наиболее распространенной формой обеспечения облигаций является поручительство третьего лица, возможность использования (задействования) которого установлена в Гражданском кодексе РФ. Поручительство представляет собой обязательство лица (поручителя) отвечать за исполнение обязательств (должника) перед владельцем облигаций (кредитором). Причем поручитель отвечает перед кредитором в том же объеме, что и должник, включая уплату процентов, возмещение судебных издержек по взысканию долга и других убытков. Поручитель и эмитент несут солидарную ответственность. К поручителю переходят права владельцев облигаций в объеме их удовлетворенных требований.

В законодательстве не установлены ограничения для лиц, которые могут выступать в качестве поручителей. Однако необходимо иметь в виду, что поручителями не могут являться:

- унитарные предприятия, а также учреждения и казенные предприятия, которые вправе расходовать денежные средства, выделенные собственником, на определенные уставом цели (п.1 ст.296 Гражданского кодекса РФ);

- министерства, ведомства, органы субъектов РФ и муниципальных образований.

Возможность физического лица выступать поручителем по облигационному займу установлена законодательством. Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных бумаг, устанавливает, какую информацию и каким образом надо предоставлять, если поручителем выступает физическое лицо. Что касается самого физического лица, то от него потребуются наличие определенного имущества, желание принять риски на себя и готовность раскрыть о себе информацию.

Далее рассмотрим механизм заключения договора поручительства. В соответствии со ст.27.4 Федерального закона «О рынке ценных бумаг», договор поручительства,

³ В соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг, выпуск облигаций объявляется «инвестициями повышенного риска», если суммарная величина обязательств по облигациям, включая проценты, превышает сумму стоимости чистых активов эмитента и размер поручительства, предоставленного в обеспечение исполнения обязательств по облигациям.

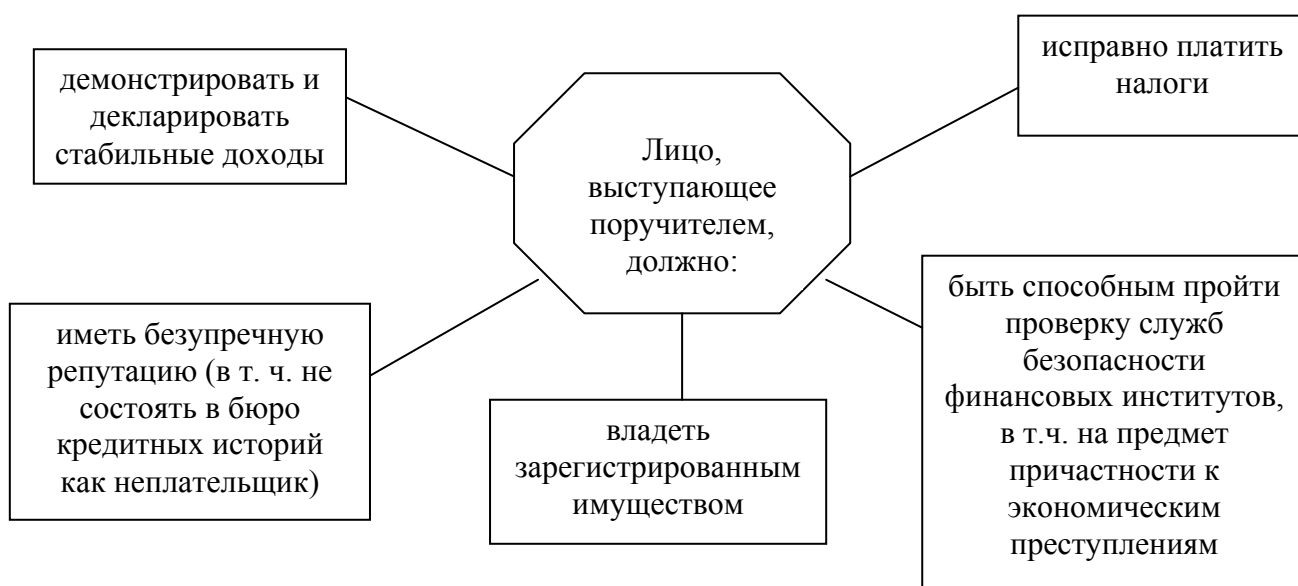
которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, считается заключенным с момента возникновения у первого владельца прав на такие облигации (в большинстве случаев - после зачисления на счет депо инвестора ценных бумаг). При этом письменная форма договора считается соблюденной.

В связи с тем, что законодательные требования к поручителям не установлены, в качестве такового может выступать любое лицо.

Рекомендации по выбору индивидуального поручителя

Кто из физических лиц с наибольшей эффективностью для займа, с наименьшими рисками для себя и наибольшей вероятностью может стать поручителем? Поручительство станет безопасным в условиях управляемости и подконтрольности ситуации, что в идеальном случае происходит, когда поручителем становится собственник фирмы, являясь одновременно ее генеральным директором. Во всех остальных вариантах риски повышаются. Так, при наличии нескольких хозяев, одному из них становится поручителем опасно ввиду отсутствия полномасштабного влияния на положение дел в компании, что приобретает особое значение при возникновении определенных разногласий в управлении фирмой. Генеральному директору, не являющемуся владельцем предприятия, становится поручителем, образно говоря, не имеет смысла, так как нет основательных причин жертвовать при неблагоприятном положении дел своим имуществом на благо чужого предприятия. Всем остальным, не связанным с фирмой, крупным собственникам поручительство может принести дополнительную публичность, а также, своего рода рекламу.

В целях сокращения кредитного риска к поручителям обычно применяется ряд требований.



Процесс конструирования облигационного займа

Основные параметры займа конструируются и находят свое отражение в Концепции, в которой они обосновываются и посредством которой согласовываются с эмитентом.

Процесс конструирования выпуска облигаций приведен на схеме.



Возможности размещения облигационных займов предприятиями малой капитализации

Выходя на фондовый рынок, компания должна иметь прозрачные цели заимствования, устойчивое финансовое состояние, хороший уровень ликвидности активов, размер денежных потоков, которые генерирует эмитент, должен быть достаточен для своевременного исполнения обязательств по выплате купонов и основной суммы долга. Вместе с тем, выход на рынок ценных бумаг потребует от компании информационной открытости: раскрытие информации о собственниках, аффилированных лицах, деятельности предприятия и его доходах.

При принятии решения о привлечении средств путем выпуска облигаций, обеспеченных поручительством физического лица, компании малой капитализации должны иметь в виду и учитывать следующие нюансы, которые могут возникнуть при первичном размещении и способны повлечь дополнительные издержки (часть таких издержек возникает у всех предприятий, впервые вышедших на рынок, вне зависимости от их размера):

- отсутствие аудиторского заключения, которое законодательством не требуется для малых предприятий, но потребность в котором возникает при эмиссии ценных бумаг, размещаемых по открытой подписке;

- отсутствие публичной кредитной истории, вследствие чего возникают издержки проникновения, когда незнакомое рынку предприятие вынуждено платить повышенный процент;

- отсутствие возможности привлечения денег на срок свыше двух лет, в связи с тем, что это приводит к удорожанию заимствования;

- дополнительные издержки, связанные с оплатой услуг независимого оценщика, для оценки стоимости имущества физического лица – поручителя по займу;

- дополнительные риски связаны с установленной законодательством обязанностью досрочного погашения облигаций при уменьшении размера уставного капитала, даже если в решении о займе не было предусмотрено наличие публичных оферт.

Однако успешная работа предприятия и выполнение в полном объеме и в срок обязательств по выплате долга и процентов позволит заработать определенную финансовую репутацию и со временем приведет к возможности размещения облигационных займов на существенно более выгодных условиях (удешевление заимствования и увеличение его объемов).

Перспективы развития рынка публичных заимствований с индивидуальным поручительством

Успешная практика существования зарубежного рынка junk bonds свидетельствует о перспективах развития сектора облигационных займов представителей small caps в России. Более высокие ставки заимствований (но и при больших рисках), чем в среднем по рынку, делают их привлекательными для инвесторов, стремящихся диверсифицировать свой портфель. Можно прогнозировать, что размещение займов компаниями малой капитализации образует отдельный сегмент junk bonds на российском облигационном рынке. Создав определенную кредитную историю, приобретя определенный опыт, компании-эмитенты со временем смогут рассчитывать на более дешевые ресурсы и на более привлекательные сроки заимствования. В свою очередь привлеченные средства помогут раздвинуть границы и возможности представителей small caps, станут толчком к их развитию, и, в конечном счете, развитию рынка ценных бумаг в целом, увеличив количество его участников, значение этого рынка как источника роста национальной экономики.