

*Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации*

*Кафедра ценных бумаг и финансового инжиниринга*

## ***Дипломная работа***

на тему:

***«Организация первичного рынка корпоративных облигаций  
российских эмитентов»***

*Студент группы К5-5.....Никитин Д.В.*

*Научный руководитель.....проф. Миркин Я.М.*

*Научный консультант.....доц. Литвиненко А.Ф.*

***Москва, 2002***

## ***План***

### ***Введение***

### ***Глава I. Текущее состояние и перспективы развития первичного рынка российских корпоративных облигаций***

### ***Глава II. Регулирование выпуска облигаций***

#### ***2.1 Общие положения***

#### ***2.2 Особенности процедуры эмиссии облигаций***

#### ***2.3 Раскрытие информации при эмиссии облигаций***

#### ***2.4 Порядок налогообложения***

### ***Глава III. Организация первичного размещения облигационного выпуска компании***

#### ***3.1 Выбор источников финансирования***

#### ***3.2 Определение структуры и параметров выпуска облигаций***

#### ***3.3 Регистрация выпуска в ФКЦБ***

#### ***3.4 Организация размещения***

### ***Заключение***

### ***Приложения***

### ***Список использованной литературы***

## Введение

Развитие экономики России за последние 2-3 года характеризуется высокими темпами экономического роста, увеличением реальных доходов населения, стабилизацией уровня инфляции и курса национальной валюты, положительным сальдо внешнеторгового баланса. Все это свидетельствует о привлекательности национальной экономики для инвестиций, как внутренних, так и внешних, часть из которых распределяется посредством инструментов фондового рынка.

Российский рынок ценных бумаг, отражая общие тенденции развития экономики, переживает период стремительного подъема, опередив по многим показателям свое докризисное состояние, и выходит на первое место по привлекательности среди других emerging markets. Однако темпы формирования внутренних инвестиционных ресурсов и потребности в привлечении свободных финансовых средств значительно опережают темпы развития фондового рынка. Таким образом, создается ситуация, при которой есть спрос и предложение, но нет рынка, а точнее эффективного механизма перераспределения свободных финансовых ресурсов.

Большинство сегментов национального фондового рынка имеют в своей основе спекулятивные мотивы поведения участников, и лишь немногие направлены на сохранение и увеличение стоимости денежных ресурсов, с одной стороны, и удовлетворение потребностей в инвестициях предприятий реального сектора, с другой. К числу этих «немногих» можно отнести рынок внутренних рублевых облигаций российских компаний, который за 4 года своего существования превратился из формально существующего во вполне здоровый и функциональный фрагмент фондового рынка. И пусть недостаточны объемы привлеченных средств, низка ликвидность по сравнению с зарубежной практикой, внутренний рынок облигаций сформировался и имеет значительные перспективы дальнейшего развития именно в качестве инвестиционного, а не спекулятивного инструмента.

Тема долгового характера российского рынка ценных бумаг часто находила отражение в научных трудах и средствах массовой информации, однако только последние 2 - 3 года сделали облигации эффективным продуктом развивающегося российского рынка, наполняющим экономику инвестиционными ресурсами, реализуя заявленный потенциал ее развития. До этого момента долговой рынок представлял собой совокупность государственных обязательств и векселей нескольких крупных компаний.

Большое количество публикаций в различных источниках на тему рынка

корпоративных облигационных займов появилось за последнее время, эта тема стала модной, создав, в некоторой степени, «моду» и на сам финансовый инструмент, по большей части со стороны эмитентов. Чем же является на самом деле инструмент «корпоративные облигации» с точки зрения его надежности и доходности? Какие именно облигации составляют совокупное предложение на финансовом рынке для инвесторов? Насколько оправданы идеалистические эпитеты в отношении этого финансового продукта, и каковы реальные перспективы и направления развития рынка корпоративных займов? Какие предприятия выходят на рынок капитала путем выпуска облигаций? Каким образом организуется размещение облигационного займа компании? Ответам на эти вопросы и другие вопросы посвящено настоящее исследование.

Во главу угла положена практическая полезность проводящегося анализа, поэтому работа не содержит обширную теоретическую основу облигации как отдельного вида ценных бумаг и описание механизмов функционирования абстрактного рынка долговых бумаг, а также различных подходов к анализу рынка облигаций.

Структура исследования представляет собой последовательный анализ состояния размещенных и размещаемых выпусков, нормативной базы размещения с использованием практики государственного регулирования, а также непосредственно порядка и способов организации размещения облигаций на внутреннем рынке.

Кроме того, с точки зрения объекта исследование сосредоточено на изучении достаточно узкого сектора: рынка первичных размещений облигаций «реального» сектора, оставляя «за кадром» существенную часть российского рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью: банковские облигации. Также автор обошел вниманием и облигации, предоставляющие их владельцам иные права, помимо получения номинальной стоимости и процентов, такие как «телефонные» и конвертируемые облигации, ограничившись лишь упоминанием об их существовании.

Такое сужение объекта исследования позволяет сосредоточить внимание на инструменте перелива свободного капитала в те сферы и отрасли, где создается добавленная стоимость, в «реальный» сектор, что в значительной степени определяет перспективы развития экономики России.

## **Глава I. Текущее состояние и перспективы развития первичного рынка российских корпоративных облигаций.**

В середине 1999 – начале 2000 года в России наблюдался интенсивный рост объема инвестиций, основная часть которых финансировалась за счет собственных средств предприятий. Однако эти ресурсы вскоре были исчерпаны и появилась большая потребность во внешних источниках привлечения средств. В качестве таких источников на рынке капитала можно рассматривать банковский кредит и инструменты фондового рынка: долевые (акции) и долговые (облигации, векселя) ценные бумаги.

Высокие риски банковского сектора в процессе кредитования реального сектора экономики не позволяли банкам полностью обеспечить растущие инвестиционные потребности. При кредитовании предприятия на существенные суммы банк несет высокие риски одного заемщика, и даже в условиях быстрого роста рублевой ликвидности не в состоянии принять на себя эти риски.

Спекулятивный характер российского рынка акционерного капитала в совокупности с нестабильным положением на рынке ценных бумаг США и европейских стран никак не способствовали превращению рынка акций в эффективный инструмент привлечения финансовых ресурсов. В качестве такого инструмента могло служить размещение акций в виде депозитарных расписок, но схема осуществления такой операции сложна, требует значительных усилий со стороны эмитента и, главное, может быть осуществлена только крупными публичными компаниями.

Неспособность рынка акций привлекать средства для удовлетворения финансовых потребностей компаний определялась также скромными размерами дивидендов по отношению к прибыли, получаемой компанией. Очевидно, что такие бумаги не могут вызывать интерес со стороны относительно долгосрочных инвесторов, а, как правило, являются объектом внимания спекулянтов, которые держат бумаги менее недели (а иногда не выходят за рамки торгового дня), или используются с целью изменения структуры собственности на предприятии.

Таким образом, в этот период сложились объективные предпосылки для появления эффективного инструмента привлечения средств с рынка капиталов, которым и стали корпоративные облигации. Развитию этого сегмента российского фондового рынка способствовала умеренная политика государства в отношении внутренних заимствований (доходность государственных облигаций не превышала 20-23 % годовых), а также стабильный курс национальной валюты. 1999 год можно в полной мере считать годом

рождения внутреннего рынка рублевых облигаций российских компаний.

С момента своего рождения российский рынок корпоративных облигаций претерпел значительные изменения, как в части увеличения объемов, так и со стороны качественного анализа его структуры.

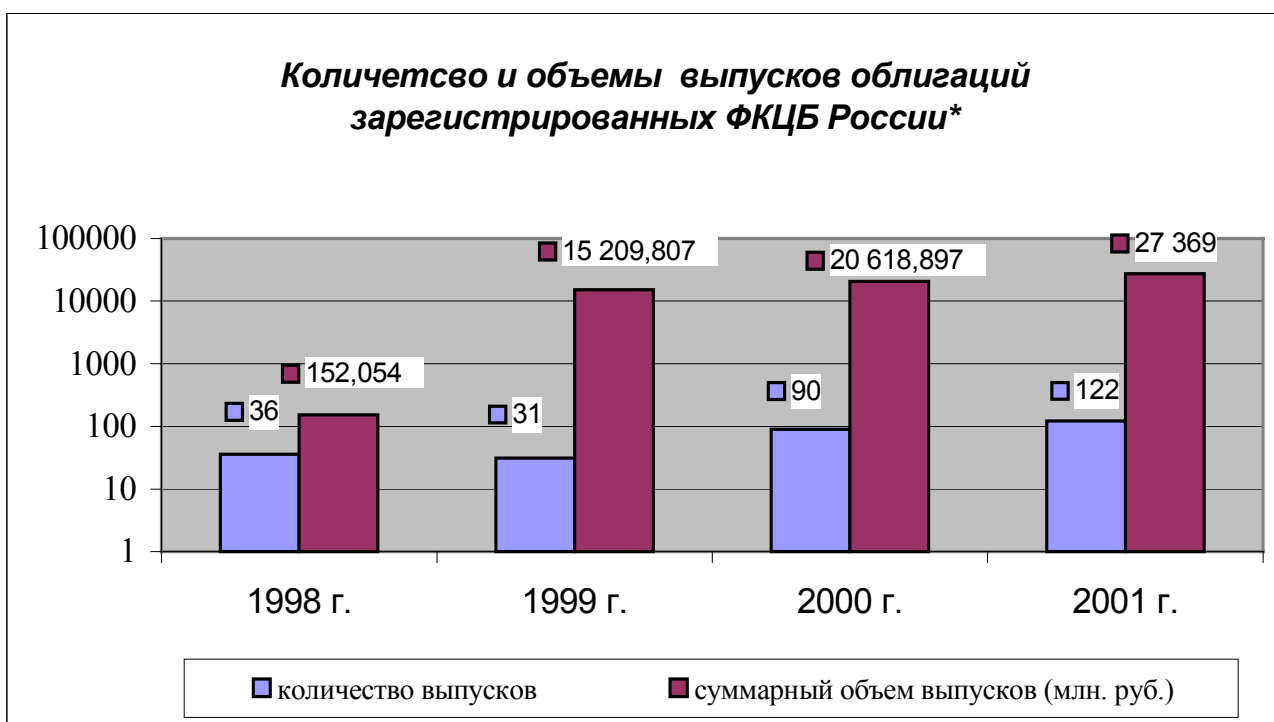
Внушительные объемы рублевой ликвидности, а также отсутствие эффективных инструментов для инвестирования способствовали увеличению объемов размещаемых выпусков корпоративных облигаций: объемы привлеченных через этот сегмент средств возросли уже в 2000 году в 1,5 - 2 раза по сравнению с предыдущим годом. (за 1999 год – около 15 млрд., в 2000 году – 20-25 млрд. руб.). Что касается качественной характеристики размещаемых займов компаний, то следует выделить отраслевую диверсификацию эмитентов, а также технику расчета купонных выплат: сначала необходимым атрибутом выпуска корпоративного займа являлась привязка его купонной доходности к курсу национальной валюты. В 2000 году ситуация некоторым образом изменилась, стали появляться выпуски без привязки размера купона к валютному курсу. Очевидно, что основным фактором явилась относительная стабилизация курса рубля. Рассматриваемый период развития рынка характерен также необходимостью учета рыночной конъюнктуры при формировании структуры и условий займа: доходность размещаемых бумаг ставилась в зависимость от доходности по ГКО-ОФЗ. Кроме того, рынком востребованы облигации с возможностью досрочного погашения, используя механизм оферты. Такой механизм создавал для рынка 3-4 месячные инструменты и, разумеется, способствовал повышению ликвидности рынка корпоративных облигаций в целом. К концу 2000 года интерес к гособлигациям со стороны инвесторов продолжал падать по причине низкой доходности таких вложений, что соответственно создавало дополнительные стимулы к развитию сектора корпоративных ценных бумаг.

Однако, несмотря на рассмотренные позитивные показатели рынка облигаций российских компаний, до 2001 этот сегмент фондового рынка не признавался многими участниками как эффективный в виду большой доли «нерыночных» выпусков облигаций и скромных по объемам вторичных торгах, что значительно увеличивало риски инвесторов и соответственно оказывало понижающее действие на уровень цен. Кроме того, развитию рынка препятствовала также относительно высокая стоимость заимствований и длительная и усложненная процедура подготовки и организации эмиссии корпоративных займов.

В 2001 году рынок корпоративных бондов продолжил свой восходящий тренд (по объемам эмиссии), что заставило многих участников по иному оценить свое отношение к

этому сегменту рынка. Рынок облигаций стал достойной альтернативой банковскому кредиту и вексельным схемам авансирования средств в качестве источника финансирования инвестиционных потребностей предприятий, и сектору гособлигаций и долевого бумага – в качестве инструмента инвестирования. За рассматриваемый прошлогодний период российскими компаниями было привлечено более 20 млрд. рублей (данные по наиболее крупным «рыночным» выпускам облигаций компаний небанковского сектора). Общие же объемы первичных размещений возросли почти в 10 раз по сравнению с первым этапом развития рынка, при снижении доли «нерыночных» эмиссий до 30-50%<sup>1</sup>.

Еще одним фактом увеличения объема ресурсов распределяемых посредством выпуска облигаций компаниями может служить статистика государственной регистрации выпусков облигаций.



\* данные представлены только по выпускам, зарегистрированным Центральным аппаратом ФКЦБ включая «телефонные» займы; автор полагает, что региональные выпуски представлены небольшими объемами и большинство из них носит характер «нерыночных».

Тенденция продолжается и в 2002 году: за 4 месяца текущего года ФКЦБ России зарегистрировала облигаций на 11 млрд. рублей (без учета «телефонных») – около половины общего объема предыдущего года<sup>2</sup>. В итоге общий объем непогашенных внутренних корпоративных обязательств по облигациям в первом квартале текущего года составляет 68-

<sup>1</sup> оценка автора по данным сайта [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)

72 млрд. рублей, том числе рыночных – около 40-45 млрд<sup>3</sup>.

Сохранилась тенденция к расширению круга заемщиков. На рынке появились компании большинства отраслей промышленности: нефтегазовой (ТНК, Татнефть, Славнефть, РИТЭК), нефтехимической (Нижнекамскнефтехим, СИБУР), пищевой (Русский продукт), металлургической (ММК, Тагмет), машиностроения (ОМЗ), торговли (Доминант Трейдинг), связи (Башинформсвязь, Центртелеком). В 2001 году на рынке появилось много новых эмитентов, ранее не выходивших на внутренний долговой рынок, при сохранении активности «опытных» заемщиков – АЛРОСА, ММК, ТНК. Следует отметить, что такой отраслевой калейдоскоп безусловно является положительной чертой развития рынка, однако его основу по-прежнему составляют займы экспортно ориентированных компаний (чаще нефтяного сектора), которые и «задают погоду» в части ликвидности и доходности: займы компаний «нефтянки» составили 25-30% от общего объема выпусков. Такая ситуация создает для рынка дополнительные риски, происходит так называемая концентрация долгового рынка на нефтяных компаниях и соответственно взваливает на плечи инвесторов весь спектр рисков нефтяных отраслей (мировые цены на нефть и энергоносители, квоты добычи и т.д.), что в целом соответствует ситуации сложившейся в других сегментах российского фондового рынка. Кроме того, уровень рисков на рынке при такой архитектуре во многом зависит от конъюнктуры мировых товарных и валютных рынков: изменение цен на нефть и энергоносители может серьезно сказаться на прибыльности и кредитоспособности большинства крупнейших эмитентов облигаций.

Несмотря на увеличение объемов первичных размещений и увеличений числа эмитентов, рынок несет в себе риск изменения общей конъюнктуры при резком ухудшении положения одного заемщика, хотя со временем уровень такого риска постепенно снижается. Этот факт наглядно подтверждает ситуаций с облигационным займом СИБУРа.

Достаточно крупный заем (2 млрд. по номиналу, а среднее значение – 600-700 млн.) был размещен в середине 2001 года сроком на полтора года. С самого размещения эти облигации были обеспечены стабильным спросом, в том числе и на вторичном рынке, что обеспечивалось за счет стабильного положения эмитента в отрасли и некоторой политической подоплекой (аффилированность с ГАЗПРОМом). В результате политический фактор оказал обратное воздействие на надежность этих облигаций: конфликт руководства СИБУРа с крупным акционером и кредитором стал сигналом возможного дефолта по

---

<sup>2</sup> оценка автора по данным сайта [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)

<sup>3</sup> [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)



обязательствам. Рынок мгновенно отреагировал на внезапно возникшие кредитные риски резким повышением доходности, которая в результате взлетела с 16,4% до 45% годовых к месячной оферте, по которой было погашено 97% от общего объема выпуска<sup>4</sup>. Такой поворот событий не мог не отразиться на состоянии всего рынка и, разумеется, привел к некоторому оттоку средств с рынка, некоторые участники значительно снизили лимиты, другие же просто ушли с рынка. Это в свою очередь привело к появлению понижающего ценового тренда на ликвидные рублевые облигации. Очевидно, что такие явления – негатив рынка облигаций, но надо отметить и положительные стороны: «молодой» рынок не может развиваться спокойно и «гладко», а ситуация с СИБУРом – еще одна возможность по-другому оценить риски отдельных эмитентов и наука принимать решение об инвестировании не только исходя из заявленной доходности, но учитывая соотношения между доходностью и риском. Отдельно следует подчеркнуть важность оценки уровня корпоративного управления предприятия эмитента, а также структуры собственности. По оценке многих специалистов, уровень корпоративного управления на предприятии - эмитенте является чуть ли не самым существенным фактором при принятии инвестиционного решения, однако, по мнению автора, корпоративное управление оказывает существенное влияние лишь при инвестировании в акции компании и сравнительно менее важно при покупке долговых бумаг: деньги авансируются на определенный срок и на установленных условиях с относительным гарантированием их возврата – здесь для инвестора важно в основном финансовое состояние эмитента, его ликвидность и кредитоспособность, информация о структуре заемных средств, крупных кредиторах, надежность обеспечения и затем – структура собственности и система корпоративного управления.

Еще одним примером облигационного займа с высокими «политическими» рисками и рисками «уровня корпоративного управления» стал выпуск бумаг «Северной нефти», однако, не смотря на борьбу за вал Гамбурцева и скандалы вокруг одного из менеджеров компании, размещение прошло вполне успешно на базе устойчивых финансовых показателей и благоприятной внешней инфраструктуре.

Примечательно, что так называемые «первоклассные» заемщики – ГАЗПРОМ, ЛУКОЙЛ, ЮКОС – не проявляют активности на рынке рублевых облигаций. Это, очевидно, связано с неспособностью рынка полностью удовлетворять потребности в финансировании таких предприятий, а также со льготным режимом кредитования: крупнейшие предприятия могут получить крупные кредиты в банках значительно дешевле цен облигационного рынка.

---

<sup>4</sup> Гороховская О. «Информация о СИБУРе как детонатор доходности корпоративных облигаций» // РЦБ №22'01

Однако выход на рынок мог бы быть им полезен в имиджевых целях, для формирования публичной кредитной истории, для рынка же размещение займов таких корпораций способствовало бы повышению его ликвидности и снижению рыночных рисков. Однако в таких условиях средним компаниям тяжело будет конкурировать за свободные финансовые ресурсы, придется платить повышенную премию к доходности крупных компаний.

Выход на рынок облигаций мелких компаниям существенно затруднен. Во-первых, по причине информационного вакуума, сложившегося вокруг этих предприятий (рынок представлен публичными компаниями), а во-вторых – небольшие по объемам выпуски облигаций нерентабельны, имеет смысл выходить на рынок с минимальным объемом 100-150 млн. руб. В итоге, рынок представлен в основном средними и крупными компаниями.

Традиционно облигации являются инструментом привлечения «длинных» ресурсов, однако на данном этапе развития рынок не в состоянии предоставить предприятиям ресурсы на длительный срок. Ситуация схожа с состоянием рынка в 2000 году, но существует тенденция к увеличению сроков заимствования. Основная масса выпусков облигаций представляет собой годовые – двухгодовые бумаги со встроенной 3-4 месячной офертой. При этом, из правил всегда есть исключения, и наглядный тому пример – облигации ОАО «РТК - Лизинг» с доходностью 23% без оферты при размещении которых спрос значительно превысил предложение.

Вообще существование механизма оферты определяется не только недостатком на рынке «длинных» денег, но и компенсирует недостаточную ликвидность долговых корпоративных бумаг. Свидетельством тому могут быть данные таблицы результатов исполнения оферт по отдельным выпускам: в среднем по оферте в 2001 выкупалось чуть менее половины от общего объема выпуска, исключение составляет СИБУР по известным причинам (см. таблицу<sup>5</sup>).

Наименование эмитента	Объем выпуска (млн. руб.)	Доля выпуска к оферте
СИБУР	2 000	97%
Башинформсвязь	100	65%
НТМК	350	31%
ММК – 14	315	54%
ММК – 9	140	44%
ММК – 10	140	69%

<sup>5</sup> по данным Райффазенбанк Австрия

Следовательно, можно сделать вывод о присутствии на рынке инвестора, готового вкладывать деньги на полгода и более. Помимо этого, использование оферты для разбивки среднесрочной облигации на 3-6 месячные инструменты позволяет экономить на уплате 0,8% налога на операции с ценными бумагами, что значительно удешевляет заем (порядку налогообложения посвящен отдельный раздел настоящей работы).

Отмечая некоторые тенденции 2002 года, с рассматриваемой позиции можно выделить сокращение доля офертного погашения до 25-35 процентов, а также увеличение среднего офертного периода до полугода.

Возвращаясь к проблеме ликвидности, надо сказать, что с момента формирования рынка, безусловно, его ликвидность росла, однако даже в период бума рынка корпоративных облигаций показатели ликвидности остаются весьма скромными: объем вторичных торгов на ММВБ за 2001 год составил более 10 млрд. руб. (\$ 320 млн.), среднемесячный оборот составляет 1,5 – 2,5 млрд. руб<sup>6</sup>.

Для сравнения, объем торгов по акциям на РТС и ММВБ за соответствующий период составил около \$ 29 млрд.<sup>7</sup>, поэтому говорить о долговом характере российского фондового рынка, по крайней мере, преждевременно. Хотя, как уже отмечалось, рынок акций не выполняет основной своей функции – перераспределения свободных финансовых ресурсов, а используется в качестве спекулятивного инструмента в портфелях инвесторов, и данные об объемах торгов не могут свидетельствовать о его высокой эффективности. Но спекуляция является неотъемлемым атрибутом любого фондового рынка и сектор облигационных займов компаний не должен быть исключением. Такая ситуация с ликвидностью во многом определяется используемыми на российском рынке схемами размещения, количеством и структурой основных инвесторов, а также все еще недостаточными объемами рынка. Для наращивания ликвидности рынку необходим большой объем однородных, схожих по содержанию финансовых инструментов. Подтверждением проблемы служат показатели активности торгов, достойный объем которых имеют лишь крупные выпуски: ГАЗПРОМ, ТНК, Аэрофлот.

В последнее время эмитенты стали уделять больше внимания поддержанию ликвидности их бумаг на вторичном рынке, пользуясь услугами инвестиционных банков; имеет смысл говорить о возрождении института маркет-мейкеров. Это позволяет эмитентам занимать деньги под меньший процент, не выплачивая дополнительные проценты за

---

<sup>6</sup> www.cbonds.ru

неликвидность. По некоторым оценкам такая премия может составлять 1-3 % по отношению к среднерыночному уровню ставок.

В дополнении, невысокая ликвидность корпоративных бондов является сильным сдерживающим фактором для активного прихода на рынок институциональных инвесторов: страховых компаний и, в особенности, открытых паевых фондов.

Еще одним фактором, влияющим на ликвидность, является объем и структура отдельного займа: чем она проще и понятнее инвестору, тем проще разместить такую бумагу. Как уже отмечалось, на рынке пользуются спросом бумаги с 3-6 месячным купоном, с возможностью их погашения в периоды выплат купонного дохода.

Что касается объемов выпусков, то здесь можно выделить два основных направления деятельности эмитентов:

- размещение одного крупного займа;
- последовательное размещение серии небольших по размерам займов со схожими характеристиками или одновременный выпуск нескольких серий с разными сроками погашения.

Объемы «крупных» займов составляют в среднем 500 – 1000 млн. руб., однако некоторые заемщики выпускают облигации на более существенные объемы: ТНК – 3 млрд., СИБУР – 2 млрд.

К компаниям, выбравшим «серийную» схему заимствования, относятся ММК, АЛРОСА, ОМЗ (объемы выпуска 100 – 300 млн. руб.)

Выбор той или иной стратегии поведения, в плане объемов выпуска, зависит от целей заимствования и схемы прогнозируемых доходов, используемых для погашения займа. Единовременные крупные займы позволяют привлечь большой объем ресурсов сразу, однако могут возникнуть трудности при досрочном погашении по оферте. Как показывает практика, именно такие выпуски обладают наибольшей ликвидностью.

В отношении небольших по объему, но частых выпусков облигаций может возникнуть подозрение в сооружении некой финансовой пирамиды, когда погашение одного выпуска осуществляется за счет размещения другого. Появление даже слухов о такой возможности может резко «подрубить» имидж всего рынка и отпугнуть инвесторов. Возможно, именно это создавало сложности при размещении 9 серии облигаций АК АЛРОСА (выпуск зарегистрирован ФКЦБ 26.10.01, а был размещен только в 2002 году).<sup>8</sup>

Анализируя, объемы размещаемых выпусков облигаций, можно также отследить

---

<sup>7</sup> по оценке проф. Я.М. Миркина

некоторую сезонность выхода компаний на рынок: основные размещения проходят в марте – апреле и в октябре – ноябре.

Активность эмитентов в начале года связана с формированием стратегии развития предприятия на предстоящий год (в конце предыдущего года), сроками определения потребности во внешнем финансировании. Таким образом, принимая решение о размещении в начале года, подготавливая и регистрируя проспект эмиссии в течение следующих 1,5-2 месяцев, компания выходит на рынок как раз в марте – апреле.

Что касается осенней активности, то она обусловлена проведением в конце весны начале лета общих собраний акционеров, на которых принимаются решения о размещении облигаций, затем проходит время летнего «затишья», плюс 1,5 – 2 месяца на подготовку документации, и выход на рынок в октябре – ноябре.



Переходя к рассмотрению размещаемых выпусков с точки зрения доходности, то очевидна тенденция к ее снижению и увеличению дифференциации доходности по различным эмитентам. Однако, по мнению автора, рано еще говорить о справедливой оценке рисков инвесторами и соответственно закладыванием величины этих рисков в доходность соответствующих бумаг. Общее мнение на рынке таково: облигации «нефтянки» менее рискованны, нежели бумаги других отраслей, что находит отражение в доходностях соответствующих облигаций.

<sup>8</sup> По данным ФКЦБ России

<sup>9</sup> www.cbonds.ru

Наименование эмитента	Доходность к оферте, %	Объем выпуска, млн. руб.
РИТЭК – 1	19,40	500
Татнефть	18,40	200
ТНК – 4	18,00	3 000
Славнефть	20,10	1 000
РИТЭК – 2	21,41	700
ТНК – 5	19,50	3 000
ММК	18,00	1 260
ОМЗ - 1	20,87	280
Аэрофлот	21,00	600
НТМК	21,00	350
ОМЗ – 2,3	21,14	780
МГТС	21,95	1 000
АЛРОСА	23,00	600

Как видно премия «нефтяных» облигаций к остальному рынку составляет 2-3 %, за исключением выпусков РИТЭК и ММК по причине «нераскрученности» РИТЭКа и наличию надежного обеспечения по облигациям «магнитки».

Отдельного рассмотрения требует вопрос обеспеченности внутренних облигационных займов. Исходя из формальных нормативных требований, речь о которых пойдет в следующей главе, облигации представляют собой бумагу, выплата доходов и погашение которой обеспечивается реальным имуществом эмитента или внешним обеспечением.

На практике дело обстоит несколько иначе: первые выпуски облигационных займов компаний, независимо от времени выхода на рынок, осуществлялись в пределах размеров уставных капиталов эмитентов, но с расширением «облигационной» политики опытных заемщиков для этих целей появилась необходимость стороннего обеспечения. И здесь, несмотря на усилия государственных регулирующих органов, не удастся получить желаемой надежности. Обеспечение по облигациям даже «раскрученных» заемщиков в большинстве случаев представляет собой поручительство аффилированных, в свою очередь не обеспеченное реальным имуществом.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> рассчитано автором по данным сайта [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)



\* для расчета использованы данные по 32 выпускам облигаций, размещенным на ММВБ в 2001 г., и 11 выпускам, зарегистрированным ФКЦБ России в 2002 г.

Под формальным обеспечением, в анализе принимались выпуски облигаций с обеспечением в виде поручительства небольших «аффилированных» структур, а в целом надежное обеспечение разделено автором включает в себя гарантии крупных банков или поручительства компаний, чья кредитоспособность не вызывает сомнений, и обеспечение в виде какого либо имущества.

Напрашивается неутешительный вывод: рублевые облигации российских компаний, как правило, представляют собой необеспеченные обязательства, что является одним из преимуществ использования этого инструмента эмитентами в качестве «удобной» статьи пассива баланса. Разумеется, столь укрупненный анализ обеспеченности сектора корпоративных облигаций оставляет без внимания довольно отрадные исключения из «правила». На рынке обращались ранее и планируются к размещению облигации российских юридических лиц – дочерних компаний нерезидентов. Примеров таких инструментов могут служить облигации «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал» и компании «Рабо Инвест», выпущенные под гарантию иностранных банков с рейтингом надежности AAA. В сопроводительных документах к планируемому размещению облигаций «Рабо инвест» прямо указывается на слабое финансовое состояние эмитента, о чем свидетельствуют показатели финансовой отчетности, однако наличие сильного «покровителя» позволяет выпускать годовой заем с невысокой доходностью без офертного выкупа.<sup>11</sup>

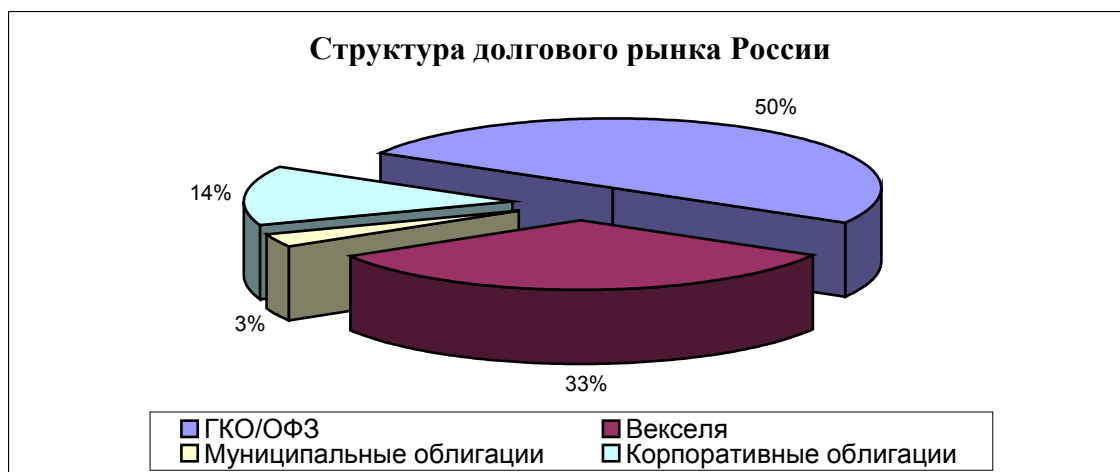
В целом же факт необеспеченности долговых обязательств российских компаний должен быть с пониманием и осторожностью оценен инвесторами, и как фактор кредитного

риска должен найти свое отражение в приемлемой для рынка доходности облигаций того или иного эмитента.

Проведенный анализ позволяет сделать вывод о формировании рынка облигационных займов, нацеленного на потребности инвесторов. Другими словами, эмитенты вынуждены размещать те бумаги и на тех условиях, которые востребованы рынком, т.е. в чистом виде сложился рынок покупателей. В этой связи облигации, как объекту инвестирования приходится конкурировать с иными финансовыми инструментами, такими как векселя, госбумаги и еврооблигации.

Что касается акций, то, во-первых, некоторые оценки инвестирования в такой вид финансовых активов уже даны ранее, а во-вторых, политика профессиональных участников рынка ценных бумаг в основном сводится к разграничению деятельности и, соответственно, лимитов на операции с акциями и долговыми бумагами. Кроме того, в некоторых случаях просматривается строгая специализация только на одном из этих секторов рынка. Учитывая вышеизложенное, автор не посчитал необходимым проведение дополнительного анализа конкуренции рынка акции и облигаций, ограничившись лишь местом облигационного сегмента в общей структуре рынка ценных бумаг с фиксированной доходностью.

Структура российского долгового рынка до сих пор характеризуется высокими объемами непогашенных государственных обязательств (см. диаграмму<sup>12</sup>).



Но сейчас отсутствует ажиотаж участников рынка по работе с государственными бумагами, другие сегменты долгового рынка вполне конкурентоспособны, и по многим показателям превосходят госбумаги. Надо сказать, что среди прочих негосударственных инструментов корпоративные облигации значительно уступают векселям по доли в общей

<sup>11</sup> Данные по «Рабо Инвест» предположительны, т.к. выпуск находится на стадии регистрации в ФКЦБ

<sup>12</sup> Никилкин В. «Вексельный рынок удерживает лидирующие позиции по обороту» // РЦБ №16 2001



структуре объемов непогашенных обязательств, а в особенности по торговому обороту.

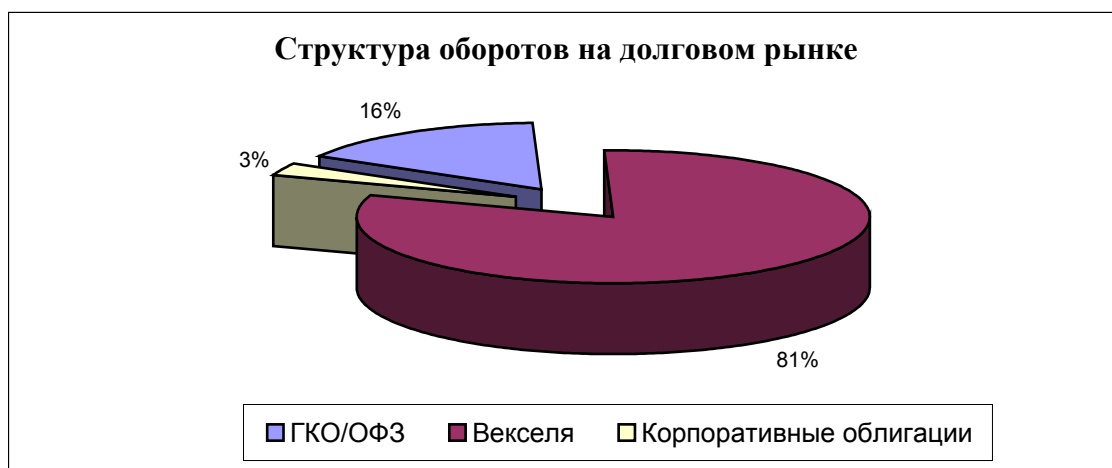


Диаграмма также свидетельствует о снижении интереса участников рынка к государственным облигациям, однако лидерство по объемам торгов удерживают векселя, обладая большей ликвидностью, чем корпоративные облигации. Среднедневной оборот на рынке ГКО составлял на середину прошлого года около 700 млн. руб., по корпоративным облигациям – 108 млн. руб., а по векселям – более 2,5 млрд. руб.<sup>13</sup>.

Учитывая, что векселя представляют, как правило, краткосрочные инструменты рынка ценных бумаг, то конкурировать в портфелях инвесторов на данном этапе развития рынка облигациям приходится именно с векселями. Эти инструменты вполне совместимы по доходности и срокам погашения (учитывая возможность офертного выкупа по облигациям).

Большое преимущество облигаций перед векселями в качестве объекта инвестирования составляет государственная регистрация и относительная их обеспеченность активами (даже не смотря на качество обеспечения), что в значительной степени понижает риск инвестиций. Кроме того, облигации являются публичным биржевым инструментом, а векселям для обеспечения высокой ликвидности и публичности необходимо постоянное присутствие банков или инвестиционных компаний (даже при расширении круга инвесторов). Таким образом, теоретически векселя – это более рискованный инструмент.

Именно невозможность определения в полной мере рисков вложений в векселя, по причине, в том числе, информационной недостаточности, создают высокую концентрацию вексельного рынка на нескольких инструментах. Несколько подробнее векселя как инструмент привлечения средств будут рассмотрены в третьей главе.

В настоящее время векселя все еще остаются основным видом бизнеса для многих

<sup>13</sup> Никилкин В. «Вексельный рынок удерживает лидирующие позиции по обороту» // РЦБ №16\*2001

компаний – профессиональных участников рынка ценных бумаг на рынке долговых бумаг, однако с увеличением сроков заимствования на рынке облигаций эти инструменты практически перестанут между собой конкурировать, каждый из них займет свою нишу на рынке и получит «своего» инвестора. Преимущества облигаций становятся очевидными при сроках инвестирования более 6-8 месяцев, до этого срока векселя вряд ли сдадут позиции.

Альтернативой векселям смогут стать коммерческие бумаги, о правовом обеспечении выпуска которых, в последнее время идет много разговоров. Предположительно, они будут представлять собой чисто биржевой инструмент – облигации, сроком до погашения не более 3-4 месяцев. Легитимность выпуска таких инструментов будет подтверждаться не государственной регистрацией их выпуска в госорганах, а просто допуском к торгам на соответствующей торговой площадке, однако необходимость раскрытия информации эмитентами таких бумаг и подготовка решения о выпуске и проспекта эмиссии останется. Передача регистрационных функций бирже, а также освобождение таких бумаг от уплаты 0,8 % налога будет способствовать удешевлению стоимости «коротких» ресурсов и создаст дополнительные преимущества краткосрочных облигаций – коммерческих бумаг на этом секторе рынка. Все изложенное указывает на поразительное сходство коммерческих бумаг и финансовых векселей, которые как бы получают «допуск» к организованным торгам, поэтому независимо от названия: краткосрочная облигация или особенный финансовый вексель, эти появление этих бумаг (если конечно это состоится), по мнению автора, оттянет денежные потоки именно с «классического» вексельного рынка.

В отношении рынка государственных обязательств по сравнению с рынком корпоративных облигаций можно с уверенностью говорить о большом преимуществе в доходности, что для российских инвесторов является определяющим фактором. В зависимости от выбора различных оценок уровня инфляции (от 14 до 18% за 2001 год) доходность ГКО имеет либо минимально возможные ставки для сохранения реальной стоимости вложенных денег, либо реальная ставка имеет вовсе отрицательное значение. Высокие объемы заимствований государства не свидетельствуют о прежней востребованности этих инструментов рынком, а являются результатом действий одного крупного инвестора – Сбербанка, который при наличии относительно дешевых ресурсов скупает в среднем около 60 % размещаемых эмиссий госбумаг<sup>14</sup>.

В завершении анализа рынка первичных размещений облигационных займов

---

<sup>14</sup> оценка автора

российских компаний представляется целесообразным определить некоторые ориентиры его развития, отражающие позицию автора в отношении перспектив рынка по различным параметрам.

С позиции объемов привлекаемых ресурсов скорее всего сохраниться тенденция к увеличению, при отсутствии форс – мажорных обстоятельств как на внутреннем, так и на внешнем рынке. Прогноз на 2002 год – увеличение общего объема непогашенных корпоративных обязательств на рынке до 80 – 100 млрд. руб. Позитивная ситуация может сложиться на рынке при условии сохранения или дальнейшей либерализации денежной политики Центрального Банка, а также благосклонного отношения западных инвесторов, чьи средства находятся на счетах типа «С». В случае если при снятии ограничений на работу со счетами «С» инвесторы увидят резкий отток этих средств с российского рынка, то можно ожидать значительного спада на всем фондовом рынке, в том числе и стагнации рынка первичных размещений облигаций.

Однако экономическая ситуация в России за последние 2 года свидетельствует о стабильном положении экономики в целом и реального сектора в частности, что подтверждают макроэкономические показатели: рост объемов промышленного производства, приемлемый уровень инфляции. В этой связи Россия остается привлекательным объектом инвестиций, в том числе для иностранного капитала, часть из которых составят вложения в реальный сектор, в том числе через рублевые облигации, что дает основания для позитивных прогнозов ситуации на рынке корпоративных заимствований.

К основным факторам, способным определять настроение на фондовом рынке в целом и, в секторе корпоративных заимствований в частности, являются прогнозируемые темпы экономического роста, динамика мировых цен на нефть, становление инфляции на приемлемом уровне (10-12 % в год), умеренная политика Минфина России в отношении внутренних заимствований, либеральная политика Банка России и, как отражение надежности инвестиций в российскую экономику, повышение кредитного рейтинга России.

Что касается качественного содержания рынка, то здесь следует отметить наметившуюся в начале 2002 года тенденцию к выходу на рынок «новых» эмитентов, характеризующихся некоторыми общими признаками. Потенциально новых заемщиков можно разделить на 2 группы. Первую составят крупнейшие российские

компания (РАО ЕЭС, ГАЗПРОМ), недостаток рублевых средств которых до сих пор восполнялся льготными банковскими кредитами и обширными вексельными программами. Учитывая намерения Банка России резко ограничить объемы льготного кредитования предприятий российскими баками <sup>15</sup>, крупным этим компаниям потребуются иные источники привлечения рублевых средств, которыми вполне могут стать облигации. Подтверждением тому может стать запланированное на июнь – июль текущего года размещение трехмиллиардного выпуска облигаций РАО «ЕЭС России»<sup>16</sup>.

Следующую группу потенциальных эмитентов представляют производственные предприятия, входящие в структуру крупных финансово – промышленных холдингов, испытывающие значительный недостаток инвестиционных ресурсов: материнские компании не в состоянии обеспечить необходимые притоки денежных средств для финансирования производственной деятельности своих «дочерних» компаний. В этой связи значительно возрастет роль инвестиционных компаний и банков, предоставляющих услуги по размещению облигаций, в процессе выхода на рынок предприятий «второго эшелона». Примером таких выпусков могут служить облигации «Невиномысского азота», а также «Волжского» и «Северского» трубных заводов.

Учитывая появление на рынке столь различных по финансовому состоянию и репутации компаний разумно предположить тенденцию к дальнейшей дифференциации процентных ставок в зависимости от особенностей отдельно взятого эмитента: от 17 до 21 процента (при уровне доходности гособлигаций с аналогичными сроками в районе 15-16 %). Во многом этому будет способствовать адекватная и справедливая оценка рисков каждого заемщика со стороны потенциальных инвесторов, выход на первый план финансового состояния эмитента и надежности размещаемой бумаги.

Опытные эмитенты либо постараются сохранить свои позиции, но, по оценке автора, некоторые из них сократят свое финансирование через рынок рублевых облигаций. Это может определяться неблагоприятной ситуацией в отрасли, например вариант ММК: введение антидемпинговых мер со стороны США и стран Евросоюза может сильно сказаться на инвестиционной привлекательности данного эмитента и металлургической отрасли в целом. Среди других причин можно предположить

---

<sup>15</sup> Ведомости, 2002

смещение активности эмитентов с публичной кредитной историей с внутреннего рынка рублевых заимствований на рынок евробондов.

Выход на рынок упомянутых групп эмитентов по всей вероятности должен сказаться на обеспеченности долговых бумаг. С одной стороны, они будут обеспечены репутацией и доминирующим положением эмитента в отрасли, равно как и политическими факторами, а с другой гарантией надежности может выступать принадлежность эмитента к крупному холдингу, выражающейся в гарантировании займов крупными банками.

В отношении сроков заимствования можно предполагать сохранение их на прежнем уровне (1 – 3-х летние инструменты), с одновременным увеличением сроков офертного выкупа или отказом от использования механизма досрочного погашения. Средний срок инвестирования может достичь годового периода.

Отдельно следует отметить оценку рисков вложений в конкретные бумаги. Как уже отмечалось, по мнению автора, инвестор станет более разборчивым в выборе объекта инвестирования, станет тщательнее оценивать риски, связанные с платежеспособностью эмитентов, избирая оптимальное соотношение между риском и доходностью, отвечая тем самым, основным канонам принятия эффективных инвестиционных решений. Большую роль здесь может сыграть деятельность национальных и международных рейтинговых агентств, чье присутствие на сравнительно развитом рынке долговых бумаг просто необходимо.

Помимо вышеизложенного, существенным «буксиром» рынка облигаций могут стать рациональные действия государственных органов, в части оптимизации и уточнения нормативной базы выпуска и обращения корпоративных облигаций.

---

<sup>16</sup> по данным сайта [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)

## Глава II. Регулирование выпуска облигаций

### 2.1 Общие положения

Любое исследование в обязательном порядке нуждается в определении его объекта, которым в нашем случае выступают корпоративные облигации и порядок и условия их размещения. Автору показалось целесообразным для этих целей провести анализ системы государственного регулирования выпуска и обращения такого вида ценных бумаг, как облигации.

Основным нормативным документом, регулирующим отношения возникающие в процессе выпуска и обращения ценных бумаг является Гражданский Кодекс Российской Федерации (далее - ГК РФ). Этим документом установлена возможность заключения договора займа путем выпуска и продажи облигаций.<sup>17</sup> Облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента; облигация также представляет ее владельцу право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права. Таким образом, отношения, возникающие в процессе размещения и обращения облигаций, регулируются нормами гражданского законодательства (как вид договора займа), а также нормами законодательства о ценных бумагах. Такой двойственный характер облигации создает условия для возникновения правовых коллизий, о которых будет упомянуто ниже.

В дополнении к указанному определению облигации Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» облигация отнесена к разряду эмиссионных ценных бумаг, с учетом признаков эмиссионной ценной бумаги, установленных данным законом<sup>18</sup>. При этом отнесение ценных бумаг к разряду эмиссионных налагает на их эмитента обязанность государственной регистрации их выпуска, в соответствии с требованиями регистрирующих органов.

Перечень государственных органов к компетенции которых отнесена государственная регистрация выпусков ценных бумаг утвержден распоряжением ФКЦБ от 15.11.2001 №1117-р.

В соответствии с данным распоряжением регистрация выпусков эмиссионных ценных бумаг юридических лиц, за исключением выпусков ценных бумаг кредитных учреждений,

---

<sup>17</sup> статья 816 ГК РФ

<sup>18</sup> статья 2 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»

отнесена к компетенции ФКЦБ. Регистрация выпусков акций и облигаций кредитных учреждений отнесена к компетенции Центрального Банка.

Вопрос о регистрирующем органе для страховых организаций был однозначно решен в апреле текущего года. Ранее выпуски ценных бумаг страховых компаний регистрировались Министерством финансов, однако в настоящее время данная функция переведена Федеральной комиссии. **Сейчас трудно судить о мотивах внесения таких изменений, но зато однозначно можно утверждать о нерациональности, или, по крайней мере, несвоевременности проведения такого мероприятия. Хотя бы по причине низкой операционной способности и уровня технического оснащения аппарата ФКЦБ.**

Открытым остается вопрос о возможности выпуска облигаций государственными и муниципальными унитарными предприятиями. В соответствии с положениями Закона «О рынке ценных бумаг» эмитентом ценных бумаг является юридическое лицо или органы исполнительно власти либо органы местного самоуправления, несущие от своего имени обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими. Кроме того, косвенное указание на возможность выпуска облигаций такими организациями предусмотрена Бюджетным кодексом Российской Федерации. Статья 165 относит регистрацию займов государственных унитарных предприятий к компетенции Минфина России. Однако, руководствуясь иной логикой, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций только в случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами<sup>19</sup>. При этом, законами или иными правовыми актами, предусматривающими случаи, при которых договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций, являются:

Федеральный закон от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» - в отношении облигаций, выпускаемых акционерными обществами;

Федеральный закон от 08.02.98 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» - в отношении облигаций, выпускаемых обществами с ограниченной ответственностью;

Указ Президента Российской Федерации от 10.06.94 № 1182 «О выпуске и обращении жилищных сертификатов» - в отношении особого вида облигаций - жилищных сертификатов, выпускаемых юридическими лицами любой организационно-правовой формы, за исключением кредитных организаций, товарных и фондовых бирж;

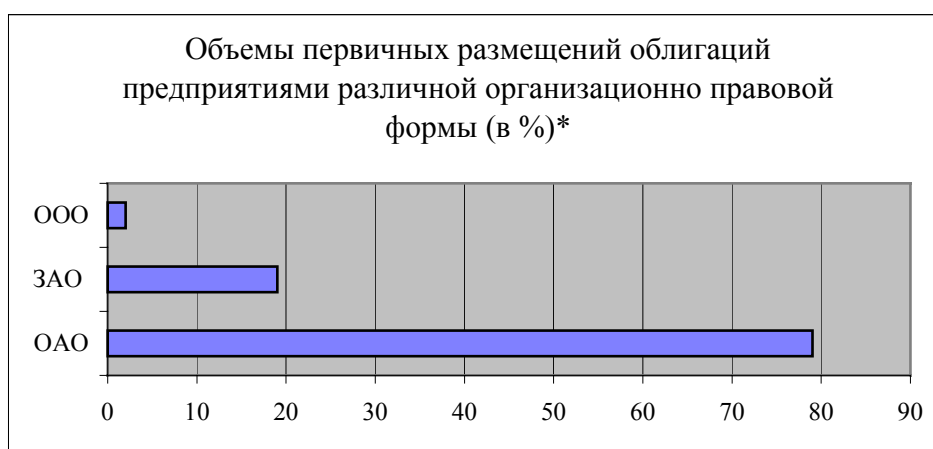
Указ Президента Российской Федерации от 11.01.95 № 31 «О Президентской

---

<sup>19</sup> статья 816 ГК РФ

программе «Российский народный телефон» - в отношении облигаций, дающих право их владельцам на установку квартирных телефонов в сроки, указанные в них (облигаций «телефонных» займов), выпускаемых юридическими лицами любой организационно-правовой формы, имеющих лицензию Министерства связи Российской Федерации на предоставление услуг связи.

Сведения о организационно-правовой форме предприятий – эмитентов облигаций свидетельствуют о высокой доли открытых акционерных обществ в общем количестве эмитентов, что в значительной степени определяется уровнем «открытости», публичности компании эмитента (см. диаграмму<sup>20</sup>).



\* для расчета использованы данные по 32 выпускам облигаций, размещенным на ММВБ в 2001 г., и 11 выпускам, зарегистрированным ФКЦБ России в 2002 г.

Учитывая данную позицию, ФКЦБ неоднократно возвращало пакеты документов, представленные для регистрации выпусков облигаций государственных унитарных предприятий, ссылаясь на то, что выпуск «денежных» облигаций (такие облигации не представляют иных имущественных прав, кроме получения номинальной стоимости и купонного дохода в денежной форме) ГУПами не предусмотрен законодательством. Такое трактование законодательства, может показаться спорным, особенно при учете регистрации таких выпусков региональным отделением ФКЦБ (выпуск «денежных» облигаций ГУП «Таттелеком» был зарегистрирован Региональным отделением ФКЦБ России в Республике Татарстан). **Целесообразно в такой ситуации, на основании положений кодекса, позволить ГУПам выпускать облигации, учитывая потребность в заемных средствах, поручив регистрацию Минфину России.**

Как уже отмечалось выше, в основе облигации лежит право ее держателя на получение

<sup>20</sup> рассчитано автором по данным сайта [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)



номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Возможность погашения облигации имуществом однозначно установлена статьей 33 Закона «Об акционерных обществах» и статьей 2 Закона «О рынке ценных бумаг». Законодательством предусмотрена также возможность погашения облигаций путем их конвертации в акции или другие облигации (в случае, если облигации являются конвертируемыми), путем предоставления в собственность жилого помещения (жилищные сертификаты).

Следующим правом, предоставляемым облигацией ее владельцу, является право на получение процента от номинальной стоимости (купонного дохода) или иного имущественного эквивалента. Следует отметить, что такое право не является неотъемлемой характеристикой всех видов облигаций. Условия выпуска облигации могут устанавливать цену ее размещения ниже номинальной стоимости (дисконтные облигации) и не предусматривают права на получение зафиксированного процента. В этом случае доход по облигации составляет разница между ценой приобретения и полученным номиналом при погашении. В большинстве случаев, облигация все-таки предоставляет право на получение процента от номинальной стоимости (в денежно или неденежной форме). Условия выпуска таких купонных (процентных) облигаций могут предусматривать выплату фиксированного процента или устанавливать плавающую процентную ставку (процент по купону изменяется в течение срока обращения облигации в зависимости от определенного набора факторов). Также процентные облигации можно ранжировать по времени выплаты процентного дохода: облигации, предусматривающие выплату процентного дохода только при погашении облигации, и облигации, с распределением выплаты дохода по нескольким купонным периодам.

Из представленного определения облигации следует, что она может предоставлять иные права. На российском рынке к таким видам облигаций можно отнести, к примеру, облигации так называемых «телефонных» займов, предоставляющие их владельцам право доступа к телефонной сети. Рассмотрение особенностей такого вида облигаций является отдельной темой и, по мнению автора, выходит за рамки настоящего исследования.

Продолжая говорить о различных видах облигаций, необходимо отметить, что законодательство предусматривает также разделение их по критерию формы (документарные/бездокументарные) и по способу передачи ценной бумаги и соответственно прав, ею удостоверяемых (именные/предъявительские).

Российским законодательством установлена возможность выпуска ценных бумаг в следующих формах:

- именные документарные;
- именные бездокументарные;
- ценные бумаги на предъявителя;<sup>21</sup>

Из указанных положений очевидно, что выпуск облигаций на предъявителя в обязательном порядке предусматривает их документарную форму. При этом действительным видом документарных облигаций является сертификат, к содержанию которого установлены определенные требования<sup>22</sup>. Переход прав на такие облигации осуществляется простым вручением сертификата новому владельцу облигации. Однако законом также предусматривается возможность обязательного депонирования сертификата (сертификатов) документарных облигаций в депозитории. Такая операция значительно облегчает обращение документарных облигаций на организованных рынках ценных бумаг. В этом случае, право на облигацию удостоверяется выпиской со счета «депо» в депозитории.

В случае выпуска именных ценных бумаг, в том числе облигаций, обязательным является учет прав на эти ценные бумаги в системе ведения реестра. Такой учет может вестись как самим эмитентом бумаг, так и специализированной организацией, имеющей соответствующую лицензию ФКЦБ. В случае, если общее количество владельцев ценных бумаг превышает 500, то ведение реестра профессиональным участником является обязательным.

На российском рынке корпоративных облигаций подавляющее большинство бумаг выпускается в документарной форме с обязательным централизованным хранением. Такое положение вещей связано, скорее всего, со сложностью учета перехода прав на именные ценные бумаги, по сравнению с предъявительскими. Ведение реестра именных ценных бумаг обязано руководствоваться требованиями Положения о ведении реестра именных ценных бумаг, утвержденного постановлением ФКЦБ от 2.10.97 №27. Кроме того, большинство крупных выпусков облигаций размещаются среди неограниченного круга инвесторов (открытая подписка) с использованием организаторов торговли, при которых предусмотрены уполномоченные специализированные депозитарии, к примеру ММВБ - НДЦ. Переход прав в таких системах происходит автоматически при заключении сделок в торговой секции биржи и не требует сложного документооборота.

В последнее время роль бирж в процессе размещения корпоративных облигаций возрастает, использование биржевых торговых систем при формировании технологической

---

<sup>21</sup> статья 16 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»

<sup>22</sup> статья 18 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»

схемы заимствований значительно упрощает доступ к инвестиционным инструментам для заемщиков, проводя маркетинговые кампании, повышая статус проекта, и снижает уровень инфраструктурных рисков.

При размещении облигаций, необходимо учитывать некоторые ограничения на их выпуск, установленные положениями Закона «Об акционерных обществах» для эмитентов, имеющих соответствующую организационно - правовую форму, а также требованиями предъявляемые к выпуску облигаций Стандартами эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденными постановлением ФКЦБ России от 19.10.2001 №27 (далее - Стандарты эмиссии №27 или Новые стандарты). Особенности эмиссии облигаций в соответствии с введением в действие Новых стандартов будут рассмотрены в отдельном разделе.

Так согласно требованиям статьи 33 Закона «Об акционерных обществах», общество не вправе размещать облигации в следующих случаях:

- до полной оплаты уставного капитала;
- объем выпуска превышает размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного третьими лицами;
- ранее третьего года существования общества, при отсутствии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества (в случае выпуска облигаций без обеспечения третьих лиц);

Кроме того, дополнительное ограничение выпуска обществом облигаций косвенно вытекает из положений закона «Об акционерных обществах»: в случае, если по окончании второго и каждого последующего финансового года в соответствии с годовым бухгалтерским балансом, стоимость чистых активов общества оказывается меньше его уставного капитала, общество обязано объявить об уменьшении уставного капитала до величины, не превышающей стоимости его чистых активов<sup>23</sup>.

С одной стороны, само превышение уставного капитала над размером чистых активов не может быть основанием для отказа в регистрации выпуска облигаций в соответствии со статьей 21 закона «О рынке ценных бумаг», но с другой, как уже отмечалось, объем выпуска облигаций связан с размером уставного капитала общества. Уставный капитал является определенного рода обеспечением погашения выпускаемых облигаций, но скорее фиктивным. Реально же облигации обеспечены чистыми активами общества, т.е., упрощенно. активами, не обремененными обязательствами. Таким образом, превышение

---

<sup>23</sup> статья 35 Федерального закона «Об акционерных обществах»

уставного капитала над размером чистых активов создает дополнительный риск неисполнения обязательства эмитентом облигации. Очевидно, такой же позиции придерживается и ФКЦБ: выпуски облигаций эмитентов, размер чистых активов которых, по данным бухгалтерской отчетности, меньше их уставного капитала, не проходят государственную регистрацию. При этом, несмотря на то, что данная позиция ФКЦБ вполне целесообразна, отказ в регистрации выпуска облигаций на этом основании является довольно жесткой реакцией, т.к. повлечет дополнительные расходы, связанные с оплатой налога на операции с ценными бумагами (данная тема будет рассмотрена в следующих разделах настоящей главы), и к тому же не совсем правомерной и может быть оспорена в судебном порядке.

Другим спорным моментом вышеуказанного положения закона является формулировка «по окончании второго и каждого последующего финансового года». Двойственность трактования связана определением начала указанного в законе двухлетнего периода: срок может исчисляться с даты учреждения общества или с момента, когда по данным бухгалтерского баланса стоимость чистых активов стала меньше уставного капитала. Другими словами, допускается ли наличие отрицательной разницы по данным годового баланса по истечении двух лет с момента создания акционерного общества.

Кроме того, необходимо учитывать и ограничение, связанное с оплатой облигаций. В пункте 2.2 Стандартов эмиссии № 27 предусмотрена возможность оплаты размещаемых обществом облигаций неденежными средствами. При этом законом «Об акционерных обществах» установлено более жесткое условие в отношении облигаций, выпускаемых акционерными обществами: они могут быть оплачены только денежными средствами (статья 34). Облигации, выпускаемые эмитентами другой организационно-правовой формы, могут быть оплачены другим имуществом.

Рассматривая вопросы оплаты облигаций при их размещении, следует осветить вопрос выпуска облигаций взамен другого обязательства, существовавшего между эмитентом и приобретателем облигации (новация долга). В настоящее время возможность выпуска облигаций для этих целей прямо предусмотрена Стандартами эмиссии №27, с необходимостью указания особенностей такой эмиссии в решении о выпуске облигаций. С учетом практики регистрации таких выпусков облигаций, правда, на базе требований «старых» стандартов эмиссии, размещение таких облигаций осуществлялось эмитентом по подписке с возможностью их оплаты неденежными средствами. В качестве неденежных средств выступали долговые обязательства эмитента перед приобретателем облигаций, в

соответствии с договором новации. Данная схема использовалась, как правило, с целью реструктуризации задолженности эмитента перед бюджетом, путем передачи в собственность государства пакетов акций эмитента: учитывая запрет на оплату акций акционерного общества путем зачета требований к обществу<sup>24</sup>, взамен существующего требования выпускались облигаций с правом их конвертации в акции эмитента.

Таким образом, в случае распространения существовавшей ранее практики регистрации на выпуски облигаций по требованиям новых стандартов, новация своих долговых обязательств путем размещения облигаций акционерными обществами противоречит действующему законодательству.

Учитывая этот законодательный запрет, по мнению автора, **выпуск облигаций взамен ранее существовавшего требования не следует рассматривать как размещение облигаций по подписке с оплатой неденежными средствами, т.к. фактически как таковой оплаты ценных бумаг не происходит: путем новации прекращается одно обязательство и возникает другое**<sup>25</sup>.

## ***1.2 Особенности процедуры эмиссии облигаций***

Прежде всего, следует рассмотреть вопрос о том, что включает в себя процесс эмиссии облигаций. Руководствуясь статьей 19 закона «О рынке ценных бумаг» эмиссия включает в себя следующие этапы:

- принятие эмитентом решения о выпуске облигаций;
- регистрация выпуска облигаций;
- изготовление сертификатов (в случае документарной формы облигаций);
- размещение облигаций;
- регистрация отчета об итогах выпуска;

Если регистрация выпуска облигаций сопровождается регистрацией проспекта эмиссии, в эту последовательность включаются еще ряд этапов:

- подготовка проспекта эмиссии облигаций;
- регистрация проспекта эмиссии;
- раскрытие информации, содержащейся в проспекте;
- раскрытие информации, содержащиеся в отчете об итогах выпуска;

Регистрация проспекта эмиссии производится при публичном размещении облигаций,

---

<sup>24</sup> статья 99 ГК РФ

<sup>25</sup> статья 414 ГК РФ

при размещении облигаций среди заранее известного круга лиц, число которых превышает 500, а также в случае, когда общий объем эмиссии превышает 50 000 МРОТ.

Законом неоднозначно определено содержание первого этапа эмиссии: принятие решения о выпуске. Решением о выпуске ценных бумаг, в соответствии с тем же законом является конкретный документ, устанавливающий объем прав, закрепленных ценной бумагой. В этой связи началом эмиссии можно считать дату утверждения уполномоченным органом эмитента такого документа. Однако, как «старыми», так и «новыми» стандартами эмиссии установлено, что эмиссия начинается с принятия решения о размещении облигаций. Данное противоречие будет снято после вступления в силу нового федерального закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных» и о внесении дополнений в Федеральный закон «О некоммерческих организациях», который включает принятие решения о размещении ценных бумаг в процесс эмиссии. Данный законопроект в настоящее время находится на рассмотрении Государственной Думы.

Закон «О рынке ценных бумаг» составляет основу для регулирования выпуска облигаций, устанавливает общие требования к процедуре эмиссии, а установление детального порядка эмиссии отнесено к компетенции регулирующих органов.

Так, порядок эмиссии корпоративных облигаций в настоящее время регулируется Стандартами эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденными постановлением ФКЦБ России от 19 октября 2001 г. № 27, которое вступило в силу 11 января 2002 года.

Необходимость принятия Новых стандартов обусловлена объективной потребностью комплексного регулирования данной области деятельности специальным нормативным актом. Ранее, процедура эмиссии облигаций регулировалась Стандартами эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденными постановлением ФКЦБ России от 11.11.97 № 47, которые не в полной мере учитывают особенности такого вида ценных бумаг, как облигации. Требования, предъявляемые к комплектности и содержанию документов, были одинаковыми для выпуска и акций, и облигаций.

После опубликования нового документа сразу же возникла проблема, на какие выпуски облигаций (в соответствии с датами принятия решения о размещении и датами утверждения решения о выпуске) распространяется его действие. В итоге практика регистрации выпусков облигаций в ФКЦБ России указывает на то, что в случае, если решение о размещении облигаций было принято до вступления в силу Новых стандартов, к

порядку их регистрации применяются положения «старых» стандартов эмиссии. До окончательного формирования данной позиции регистрирующего органа рынок находился в состоянии информационного вакуума, ситуация была неопределенной в течение относительно длительного периода времени. В связи с этим активность участников рынка по регистрации новых выпусков облигаций спала. Ситуацию осложняли постоянно появляющиеся слухи о возможном развитии событий.

Опасения участников рынка относительно применения Новых стандартов были связаны с тем, что они (стандарты) содержат расширенные требования к содержанию представляемых на регистрацию документов, а также урегулируют некоторые ранее не рассматриваемые вопросы, связанные с размещением облигаций.

Внесение таких изменений вполне отвечает потребностям рынка облигационных займов компаний: для формирования наиболее полного представления об эмитенте размещаемых облигаций, а также об условиях их выпуска, инвестору необходима более полная информация по сравнению с тем объемом содержащемся в «старом» проспекте эмиссии. Но, разумеется, расширение требований усложняет процесс прохождения регистрации в государственных органах для эмитентов облигаций.

Стандарты определяют возможные способы размещения облигаций (открытая подписка, закрытая подписка, конвертация) и устанавливают процедуру эмиссии ценных бумаг для каждого из способов размещения. Устанавливаются требования к порядку утверждения и к содержанию представляемых эмитентом для регистрации документов (решение о выпуске облигаций, проспект эмиссии облигаций, изменения и/или дополнения в решение о выпуске (проспект эмиссии) облигаций, отчет об итогах выпуска облигаций, уведомления об изменении условий выпуска облигаций и/или сведений об их эмитенте, анкета эмитента). Определяются документы, представляемые эмитентом в регистрирующий орган для государственной регистрации выпуска облигаций и для регистрации отчета об итогах выпуска облигаций.

Специальные разделы посвящены регулированию таких этапов процедуры эмиссии, как государственная регистрация выпуска ценных бумаг, размещение ценных бумаг и регистрация отчета об итогах выпуска ценных бумаг. В отдельные разделы выделены также требования, регулирующие особенности эмиссии облигаций, размещаемых траншами, приобретение и погашение облигаций, программы эмиссии облигаций, порядок изменения условий выпуска облигаций и/или сведений об их эмитенте после регистрации отчета об итогах выпуска облигаций, приостановление эмиссии облигаций и признание выпуска

облигаций несостоявшимся или недействительным.

Положения Стандартов базируются на основе норм и требований, установленных Гражданским кодексом Российской Федерации, Федеральными законами "Об акционерных обществах", "Об обществах с ограниченной ответственностью", "О рынке ценных бумаг", "О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг" и учитывают практику осуществления государственной регистрации выпусков облигаций ФКЦБ России и ее региональными отделениями.

Представляется целесообразным рассмотреть особенности процедуры эмиссии облигаций, в соответствии с требованиями Новых стандартов, путем анализа нововведений по отношению к ранее предъявляемым требованиям.

Среди ряда новых требований и правил следует отметить следующие:

**а) Регулирование предоставления обеспечения для целей выпуска облигаций.**

Возможные виды обеспечения исполнения обязательств установлены ГК РФ: неустойка, залог, удержание имущества должника, поручительство, банковская гарантия, задаток и другие способы, предусмотренными законом или договором<sup>26</sup>.

В соответствии с пунктом 1 статей 334 и 361 Гражданского кодекса Российской Федерации в случае обеспечения выпуска облигаций залогом или поручительством, стороной договора залога и (или) договора поручительства должен выступать владелец облигаций. Вместе с тем, для случая выпуска облигаций под обеспечение, предоставленное обществу для целей выпуска облигаций третьим лицом (лицами) на основании иных договоров, Гражданский кодекс Российской Федерации такого требования не устанавливает.

В соответствии с пунктом 1 статьи 450 Гражданского кодекса Российской Федерации договор может быть расторгнут по соглашению сторон, если иное не предусмотрено Гражданским кодексом Российской Федерации, другими законами или договором.

Таким образом, в случае, когда владельцы облигаций не являются стороной договора, в силу которого третьим лицом (лицами) предоставляется обеспечение для целей выпуска облигаций, возможность расторжения указанного договора по соглашению сторон (т.е. без согласия владельцев облигаций) создает для владельцев таких облигаций дополнительные риски неисполнения обязательств по облигациям.

Учитывая изложенное, в целях защиты прав и законных интересов инвесторов в Стандартах №27 (пункт 4.10) введено требование о том, что приобретение облигаций должно одновременно означать заключение владельцем облигации соответствующего договора, в

---

<sup>26</sup> статья 329 ГК РФ



силу которого предоставляется обеспечение для целей выпуска облигаций. При этом, условия такого договора должны определять, что с переходом прав на облигацию к приобретателю переходят и все права по этому договору (договору, в соответствии с которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям). Аналогичные по смыслу требования устанавливаются также по отношению к обеспечению, предоставляемому на основании односторонней сделки - банковской гарантии.

Однако, устанавливая необходимость содержания «автоматического» перехода прав по обеспечению при переходе прав на облигацию, ФКЦБ тем самым устанавливает обязательные требования к условиям договора обеспечения. Учитывая положения статьи 3 ГК РФ данное требование Стандартов № 27 может быть рассмотрено как превышение ФКЦБ своих полномочий и ограничение условий договора. Надо сказать, что указанное требование стандартов целесообразно, т.к. ведет к снижению кредитного риска заемщика, и должно быть правильно оценено участниками рынка. Более того, отсутствие инструмента «автоматической» передачи прав по договору обеспечения при отчуждении облигаций сильно затрудняет процесс свободного обращения таких облигаций.

Одновременно, для принятия взвешенного и обоснованного инвестиционного решения к решению о выпуске и проспекту эмиссии облигаций должны подшиваться не только условия договора, в соответствии с которым предоставляется обеспечение для целей выпуска облигаций или банковская гарантия, но и документ, подтверждающий рыночную стоимость имущества, за счет которого обеспечивается исполнение обязательств по облигации (например, отчет независимого оценщика), либо - в иных случаях - бухгалтерская отчетность лица, предоставляющего обеспечение, за последний заверченный финансовый год и за последний квартал перед утверждением решения о выпуске облигаций.

Установление этого требования явно является положительным аспектом лишь с некоторой оговоркой: законодательством не устанавливаются никаких требований к финансовому состоянию лица, предоставляющего обеспечение. По логике стандартов потенциальному инвестору предоставляется информация о финансовом состоянии эмитента и лица, предоставившего обеспечение, а вопрос принятия на себя рисков, связанных с неисполнением обязательств, решается самим инвестором.

**По мнению автора разумно было бы законодательно предусмотреть требования к величине уставного капитала лица, предоставившего обеспечение, и к размеру его чистых активов, учитывая размер предоставляемого обеспечения.**

Кроме того, данным положением стандартов устанавливается также необходимость

составления договора обеспечения в письменной форме с приложением такого договора к решению о выпуске и проспекту эмиссии облигаций. Таким образом, ФКЦБ своим постановлением устанавливает дополнительные требования к содержанию решения о выпуске ценных бумаг, расширяя тем самым требования, предъявляемые законом к данному документу.

**б) Приобретение облигаций их эмитентом по соглашению с владельцами облигаций.**

Данное положение предусмотрено пунктом 4.15 Стандартов № 27, причем условия и порядок приобретения должны быть одинаковыми для любого владельца облигаций. Однако здесь необходимо отметить, что сама возможность продажи облигаций, выкупленных эмитентом, может вступать в противоречие со статьей 413 ГК РФ, в соответствии с которой обязательство прекращается совпадением должника и кредитора в одном лице (как уже отмечалось, облигация представляет собой вид договора займа).

Несмотря на это, позиция ФКЦБ в этом отношении полностью подтверждает возможность дальнейшего обращения ранее выкупленных эмитентом облигаций, и сводится к следующему: в случае приобретения облигации ее эмитентом до наступления срока погашения прекращение обязательства совпадением должника и кредитора в одном лице не влечет за собой погашение облигации и, соответственно, не препятствует последующей реализации облигаций после их приобретения эмитентом, поскольку законодательство Российской Федерации не содержит запрета на возникновение вновь ранее прекращенного обязательства. В частности, в соответствии со статьей 128 ГК РФ облигация, как один из видов ценных бумаг, является самостоятельным объектом гражданского права и, следовательно, до наступления срока погашения может быть реализована эмитентом после ее приобретения.

Введение данного положения вполне разумно, т.к. дает эмитенту возможность управлять своей задолженностью в зависимости от изменения конъюнктуры рынка, в том числе в части соотношения спроса и предложения и ликвидности долговых финансовых инструментов.

Кроме того, возможность обращения этих облигаций после выкупа их эмитентом позволяет использовать «длинные» бумаги вместо ряда краткосрочных инструментов. Это особенно важно в условиях высокой ставки налога на операции с ценными бумагами (0,8 % от объема выпуска по номинальной стоимости).

Ранее для этих целей использовался механизм оферты: эмитент публиковал

предложение погасить находящиеся в обращении облигации до окончания срока размещения в определенный срок и на определенных условиях, заменяя тем самым свой выпуск долгосрочных бумаг рядом коротких облигаций, минуя при этом уплату дополнительных сумм налога. Проведение такой операции зависело исключительно от желания эмитента облигаций, а в настоящее время возможность и порядок выкупа облигаций эмитентом до погашения указываются в решении о выпуске и проспекте эмиссии, доступным всем заинтересованным лицам.

#### **в) Определение размера доходов по облигациям.**

Подход, который закреплен в Стандартах №27, заключается в том, что размер дохода (порядок определения размера дохода) по облигациям должен быть известен приобретателям облигаций до их приобретения<sup>27</sup>. Обязательным условием является то, что при установлении порядка определения размера дохода по облигациям (в том числе порядка определения размера каждого купона по облигациям) такой порядок не может зависеть от желания эмитента (определяться решениями его органов управления).

Данное положение в некотором роде ограничивает возможность использования формирования последовательности «коротких» бумаг взамен «длинных», т.к. не позволяет устанавливать новую ставку купона при размещении облигаций, приобретенных эмитентом, но одновременно снижает процентный риск инвестора.

#### **г) Информация о финансово - хозяйственной деятельности эмитента, включаемая в проспект эмиссии облигаций.**

В Новых стандартах существенно расширен объем и перечень информации об эмитенте и его финансово-хозяйственной деятельности, которая включается в проспект эмиссии облигаций. В частности, можно отметить следующие сведения, которые ранее в проспект эмиссии ценных бумаг не включались:

структура затрат на производство и реализацию продукции (работ, услуг);

описание отраслевых рисков, влияния развития региона на деятельность эмитента, валютного риска, риска неисполнения эмитентом обязательств по облигациям, влияния инфляции;

анализ кредитоспособности и кредитного риска эмитента на основе динамики соответствующих экономических показателей (финансовых коэффициентов);

сведения о кредитной истории эмитента, включающие данные об исполнении эмитентом обязательств по действовавшим ранее и действующим на момент утверждения

---

<sup>27</sup> пункт 4.13 Стандартов эмиссии №27

решения о выпуске облигаций кредитным договорам и договорам займа, сумма основного долга по которым составляет не менее 10 процентов стоимости чистых активов эмитента на дату последнего завершенного отчетного квартала, предшествующего утверждению решения о выпуске облигаций;

сведения о неисполненных обязательствах эмитента;

анализ хозяйственной операции, в целях которой осуществляется заимствование средств путем выпуска и продажи облигаций;

прогноз поступления финансовых потоков для исполнения обязательств по облигациям эмитента;

более подробная информация о структуре кредиторской и дебиторской задолженности эмитента;

анализ ликвидности и платежеспособности эмитента, а также анализ деловой активности эмитента на основе экономической интерпретации динамики соответствующих экономических показателей (финансовых коэффициентов).

Доведение такой информации до потенциальных инвесторов позволяет им сформировать более полную картину финансового состояния эмитента для принятия оптимального инвестиционного решения, и кроме того снижает как кредитный риск конкретного заемщика, так и риски рынка корпоративных облигаций в целом.

Разумеется, необходимость представления такого объема дополнительной информации в проспекте эмиссии было воспринято неоднозначно участниками рынка. С одной стороны, это действительно шаг России в сторону формирования «прозрачного» рынка, стремление к честной конкуренции и справедливому ценообразованию на облигационные займы компаний, но с другой установление дополнительных требований может в большей степени усложнить процедуру регистрации выпусков облигаций в государственных органах.

Возможно, инвестор даже не готов к профессиональной обработке большого объема информации о финансово-хозяйственной деятельности эмитента, и раскрытие такой информации направлено, скорее, на перспективы развития рынка корпоративного долга. Но, так или иначе, требования установлены и участникам рынка подлежит их исполнять. Ответ на вопрос, на сколько этот объем информации в состоянии оценить и обработать рынок, подскажет время.

Помимо изложенных положений Новыми стандартами эмиссии утверждаются новые положения закона «Об акционерных обществах», вступившие в силу 1.01.2002, к примеру, в

части одобрения крупных и заинтересованных сделок.

Дополнительные изменения коснулись облигаций, в отношении которых установлено обязательное централизованное хранение, и именных облигаций: решение об их выпуске должно содержать указание на дату составления списка владельцев облигаций для исполнения по ним обязательств (выплата доходов, погашение), которая не может быть более 7 дней до даты исполнения обязательства, а также указание на то, что исполнение обязательства по отношению к владельцу облигаций, признается надлежащим, в том числе в случае отчуждения облигаций после даты составления списка их владельцев<sup>28</sup>.

При учете прав на облигации в депозитарии (облигации с обязательным централизованным хранением) существует некоторое противоречие: правилами депозитарной деятельности может быть предусмотрено, что депозитарий приостанавливает все операции по счету «депо» начиная со дня составления списка владельцев облигаций, в соответствии с вышеуказанными требованиями. Указание данного положения в решении о выпуске и проспекте эмиссии может быть воспринято как неправомерное ограничение в обращении облигаций, вступающее в противоречие с положениями ГК РФ. Однако позиция регистрирующего органа здесь вряд ли может склоняться в сторону отказа в регистрации на этом основании, т.к. правила депозитарной деятельности также подлежат государственной регистрации.

Изменен также срок представления документов на государственную регистрацию выпуска облигаций: один месяц с даты утверждения решения об их выпуске вместо трех. Это изменение внесено с целью содержания в проспекте эмиссии более оперативной информации. Вместе с этим, уменьшен срок регистрации выпуска о регистрирующем органе для «денежных» облигаций: 14 дней с момента представления документов.

Законом установлена обязанность регистрирующего органа принять решение о регистрации или отказе в регистрации выпуска облигаций в течение установленного срока. Однако перечень обстоятельств, которые могут повлечь отказ от государственной регистрации выпуска ценных бумаг, четко установлен статьей 21 закона «О рынке ценных бумаг» и Постановлением ФКЦБ России от 31.12.97 №45. Примечательно, что указанный перечень, среди прочих оснований, не содержит «несоответствия документов, представляемых для государственной регистрации выпуска ценных бумаг и состава содержащихся в них сведений требованиям нормативных правовых актов органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг». В результате регистрирующие органы

---

<sup>28</sup> пункт 4.11 Стандартов эмиссии №27

поставлены в ситуацию, когда не могут осуществить регистрацию выпуска, т.к. представленные документы не удовлетворяют установленным требованиям, но и не имеют достаточных оснований для отказа в регистрации. Эта проблема потребовала от ФКЦБ определенной позиции по данному вопросу. Практика показывает, что, воспользовавшись правом, предоставленным статьей 10.14 «старых» Стандартов эмиссии, Федеральная комиссия дает возможность эмитенту исправить допущенные им нарушения требований ФКЦБ, что тем самым может значительно затягивать процесс регистрации выпуска. Надо признать, что в сложившейся ситуации такое решение представляется оправданным и, очевидно, единственно верным, однако техника его исполнения может показаться спорной.

Такого рода правовые коллизии и создали необходимость внесения изменений и дополнений в закон «О рынке ценных бумаг», о которых уже упоминалось ранее.

В проекте нового закона установлено право регистрирующего органа отказывать в регистрации выпуска ценных бумаг в рассмотренном случае. Это, безусловно, ставит эмитентов ценных бумаг в довольно сложную ситуацию: при отказе в регистрации сумма уплаченного налога на операции ценными бумагами эмитенту не возвращается, и при повторной подаче документов налог должен быть оплачен снова. Учитывая размер ставки налога, при отказе эмитент несет значительные убытки, что может усложнить его финансовое состояние и поставить вопрос о рентабельности выпуска облигационного займа. Введение нового закона, разумеется, не направлено исключительно на усиление административного давления на корпоративных заемщиков, хотя в какой то мере действительно усложняет процесс заимствования.

Закон также вводит понятие финансовых консультантов, профессиональных участников рынка ценных бумаг, имеющих лицензию на осуществление брокерской/дилерской деятельности, оказывающих эмитенту услуги по подготовке проспекта эмиссии, а также услуги по организации размещения ценных бумаг. Такое укрепление сотрудничества эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг должно способствовать сокращению рисков эмитентов в процессе подготовки и реализации инвестиционных проектов.

Введение института финансовых консультантов, по мнению ФКЦБ России, действительно будет способствовать сокращению временных и, возможно, материальных затрат при выпуске облигаций, а также сокращению административных препон при выходе предприятий на рынок корпоративного долга, что в конечном итоге, повышает эффективность инвестиционных проектов. Использование профессионального опыта работы

консультантов на финансовых рынках вполне отвечает практике, сложившейся на фондовых рынках развитых стран, и может создать условия для упрощения процедуры регистрации выпусков в государственных органах. Также предполагается принятие определенных мер, направленных на стимулирование сотрудничества консультантов и эмитентов ценных бумаг в процессе организации размещения: во-первых, это необходимость привлечения финансовых консультантов при подготовке проспектов эмиссии ценных бумаг, размещаемых среди неограниченного круга инвесторов, во-вторых, сокращение сроков рассмотрения документов, подготовленных и подписанных финансовыми консультантами, в-третьих, установление ответственности консультантов за достоверность сведений, содержащихся в проспекте эмиссии ценных бумаг, а также за порядок ее раскрытия.

**Это нововведение ФКЦБ представляется более чем спорным, т.к. в настоящее время часто за подготовку документов и размещение облигаций отвечает андеррайтер, который и несет те риски, которые предполагается возложить на финансового консультанта. Что касается ответственности то, по мнению автора, достаточно ответственности эмитента за достоверность представляемой информации, степень которой в последнее время поднялась до уголовной. Таким образом введение института финансовых консультантов не является объективной необходимостью со стороны участников рынка, а создает дополнительный административный рычаг управления рынком первичных размещений ценных бумаг, создавая кроме всего прочего дополнительные возможности для злоупотреблений.**

Одновременно планируется сокращение числа эмиссий, сопровождаемых регистрацией проспекта эмиссии ценных бумаг - только при размещении ценных бумаг по открытой подписке и по закрытой подписке, с числом приобретателей более 500.

К другим «новым» положениям законопроекта можно отнести нормы, законодательно закрепляющие требования Новых стандартов эмиссии, например в части, касающейся предоставления обеспечения для целей выпуска облигаций.

Все эти нововведения призваны повысить эффективность привлечения инвестиций, в том числе через выпуск обществами облигационных займов, упростить процедуру регистрации, повысить профессиональный уровень участников рынка и т.д. Однако **при неправильном поведении участников рынка и, прежде всего, органов государственной власти, такие новшества могут привести к кардинально противоположным последствиям: будут способствовать усилению бюрократизации финансового рынка, удорожанию займов для эмитентов, направлению крупных денежных потоков в**

**«нужные» русла и т.д. Необходимо помнить, что целью изменения системы регулирования фондового рынка в целом, и сегмента корпоративных долгов в частности, является повышение инвестиционной привлекательности рынка, создание условий для справедливого ценообразования на финансовые ресурсы, обеспечение предприятий необходимым объемом средств.**

### ***1.3 Раскрытие информации при эмиссии облигаций***

Необходимость раскрытия информации эмитентами ценных бумаг установлена статьей 30 закона «О рынке ценных бумаг». В соответствии с положениями данной статьи эмитенты публично размещаемых ценных бумаг обязаны осуществлять раскрытие информации в форме ежеквартального отчета и сообщения о существенных событиях и действиях, затрагивающих финансово - хозяйственную деятельность эмитента. Законом предъявляются требования к содержанию ежеквартального отчета эмитента, а также указывается перечень фактов, подлежащих опубликованию. Порядок и сроки раскрытия данной информации определены соответствующими постановлениями ФКЦБ России от 11.08.98 №31 и от 12.08.98 №32. Кроме того, установлено требование раскрытия информации лицом, владеющим 20 и более процентами любого вида эмиссионных ценных бумаг эмитента.

В дополнении к изложенному ФКЦБ предъявляет дополнительные требования к объему и порядку раскрытия информации, в частности, в случае публичного размещения обществом облигаций такие требования установлены постановлением ФКЦБ России от 7.05.96 №8: общество обязано раскрывать информацию о прохождении соответствующих этапов эмиссии – принятие решения о размещении облигаций, утверждение решения о выпуске, утверждение итогов размещения облигаций.

Новые стандарты также не обошли стороной тему раскрытия информации и также содержат требования к раскрытию информации:

- о порядке раскрытия информации о выпуске облигаций;
- о приобретении облигаций эмитентом с возможностью их последующей продажи (в случае такого приобретения);
- о цене размещения (в случае, если она не была определена в решении о выпуске);
- о размере процентных ставок по купонам (в случае, если их размер не указан в решении о выпуске и проспекте эмиссии в конкретной цифре);
- о порядке действий владельца облигации в случае неисполнения или ненадлежащего



исполнения обязательств ею закрепленных;

Кроме того, как уже отмечалось в предыдущем разделе настоящей главы, большой объем информации о финансово-хозяйственной деятельности эмитента представляется и доводится до сведения потенциальных приобретателей облигаций в проспекте эмиссии.

Таким образом, в настоящее время система регулирования раскрытия информации компаниями-эмитентами в целом создана. Основной целью формирования такой системы является достижение прозрачности рынка корпоративных ценных бумаг, повышение его эффективности, а также создание условий для справедливого процесса ценообразования на ценные бумаги компании и свободной конкуренции на фондовом рынке. Выполнение рынком ценных бумаг, и в частности его долговым сегментом, основной функции – перераспределения свободных финансовых ресурсов, удовлетворение инвестиционных потребностей отечественных предприятий, формирование института национальных инвесторов и привлечение иностранных инвестиций невозможно без открытого информационного пространства.

Однако для того, чтобы инвестиционный потенциал российских эмитентов был реализован в полном объеме, необходимо пересмотреть всю процедуру подготовки и раскрытия информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности предприятий. Раскрытию должна подлежать лишь та информация, которая объективно необходима для принятия максимально информированного инвестиционного решения и для того, чтобы не вводить инвестора в заблуждение. Она должна быть достаточной, но не избыточной.

Действующий перечень требований по составу и объему раскрываемой информации, а также способам ее раскрытия не оптимален. Некоторые из обязательных требований по составу раскрываемой информации могут нанести коммерческий ущерб деятельности компаний. В частности, это относится к требованию обнародования информации о конкурентных условиях деятельности эмитента, о рынках, на которых эмитент осуществляет или намерен осуществлять деятельность, об основных существующих и предполагаемых конкурентах. В связи с этим, по мнению автора, **необходимо разработать критерии отнесения информации к существенной с точки зрения инвесторов, на основе которых определять перечень информации, подлежащей раскрытию.**

Вместе с сокращением общего объема раскрываемой информации представляется целесообразным дополнить его рядом существенных положений. **В частности существенной, по мнению автора, представляется информация о погашении обществом всех ранее выпущенных облигаций, о нарушении сроков и иных условий погашения, с**

**указанием причин допущенных нарушений, а также информация о рейтинговой оценке кредитоспособности эмитента облигаций и ее изменении. Вместе с тем, при размещении обществом облигаций по критерию полезности на первое место выходит информация о финансовом состоянии эмитента, и в этой связи важным является переход обществ, в особенности осуществляющих публичное размещение бумаг, на международные стандарты бухгалтерской отчетности.** В условиях сложившегося информационного голода российского фондового рынка эффективная деятельность ФКЦБ и других регистрирующих органов в сфере раскрытия информации имеет крайне важное значение.

Разумным также представляется усиление дифференциации раскрываемой информации в зависимости от различных критериев. Такими критериями может выступать объем привлекаемых средств, способ размещения, включение ценных бумаг в листинговые листы организаторов торговли, организационно-правовая форма эмитентов и т.д.

Однако реформирование системы раскрытия информации лишь путем установления нормативных требований едва ли приведет к ожидаемому результату без контроля ответственности за соблюдением установленных правил и достоверностью информации. Выделяя конкретные проблемы достоверности представляемой эмитентами информации, необходимо отметить ситуацию на рынке аудиторских услуг: в настоящее время широко распространена практика привлечения аффилированных аудиторов к проверке отчетности эмитентов или заключения «неофициальных» договоров на выдачу положительных аудиторских заключений. Такое заключение, разумеется, не может служить свидетельством достоверности финансовой отчетности для инвестора.

Одновременно, стремление ФКЦБ России каким-либо образом влиять на аудиторов, пусть даже работающих с крупнейшими эмитентами представляется весьма спорным, и явно выходит за рамки полномочий Федеральной комиссии.

В части контроля и ответственности за представление недостоверной информации на рынке ценных бумаг, также необходимы изменения.

Наряду с указанным спектром проблем еще один пункт требует рассмотрения. Речь идет о проблеме аккумулирования и обеспечения доступности раскрываемой эмитентами информации. В рамках этого направления ФКЦБ России создана электронная система раскрытия информации в сети Интернет на сайте [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru) ([www.fedcom.ru](http://www.fedcom.ru)). Вся информация, подлежащая публичной огласке, представляется в ФКЦБ на магнитном носителе в соответствии с определенными требованиями: текст документов, подлежащих раскрытию в электронной системе, представляется в формате Securities Market Markup

Language (SMML) с использованием Электронной Анкеты ФКЦБ России (описание данного программного продукта приведено в приложении к диплому).

Поддержание эффективно работы электронной системы раскрытия по все вероятности вызывает большие сложности: программа работает с частыми сбоями и содержит устаревшую информацию о зарегистрированных выпусках ценных бумаг и ежеквартальных отчетах эмитентов. Сложившаяся ситуация требует совершенствования системы раскрытия информации, а также возможной оптимизации ее работы с использованием электронной цифровой подписью (ИЦП).

Подводя итог, еще раз следует отметить необходимость структурирования и оптимизации требований к раскрытию информации, ориентируясь на потребности рынка, а также необходимость технического обеспечения публичности раскрываемой эмитентами информации, причем силами не только государственных органов, но и участников рынка.

#### ***1.4 Порядок налогообложения при размещении облигаций***

Систему налогообложения эмитентов при размещении облигаций составляют два вида налогов

Первый - это налог на операции с ценными бумагами. Он уплачивается в размере 0,8 % от общего объема выпуска облигаций по номинальной стоимости, причем до представления документов на государственную регистрацию выпуска облигаций и не возвращается при отказе в регистрации. Таким образом, если регистрирующий орган отказывает эмитенту в регистрации выпуска облигаций, для повторного представления документов необходимо уплатить сумму налога еще раз. Учитывая объемы облигационных займов компаний, суммы уплачиваемых налогов довольно значительны, и как уже отмечалось, могут снизить эффективность привлечения ресурсов путем выпуска облигаций.

Очевидно, что наличие столь высокой ставки налога является сдерживающим фактором для развития рынка корпоративного долга. К такому же выводу, вероятно, пришли наконец и органы государственной власти: в государственную думу вносятся предложения, во-первых, о замене налога на соответствующий вид государственной пошлины, и, во-вторых, о снижении ставки до 0,2 % или, в зависимости от объема выпуска, замены на платеж в твердой сумме.

Принятия решения о внесении таких изменений - объективная необходимость для дальнейшего развития рынка, и такой шаг должен был быть сделан ранее.

Кроме того, разумно было бы также предусмотреть некоторые поощрения и

**льготы по уплате данного налога в зависимости от определенных критериев, к которым можно отнести:**

**- срок обращения облигаций (для краткосрочных облигаций ставка может быть установлена в меньшем размере);**

**- объемы привлекаемых средств (логично было бы установить регрессивную шкалу ставок, а также максимальную сумму платежа по этому налогу);**

Разумеется снижение налогового бремени эмитентов приведет к уменьшению поступлений в бюджет, однако в долгосрочной перспективе обеспечит значительный их объем за счет увеличения общей величины заимствований на рынке ценных бумаг. Здесь четко прослеживается общеэкономическая зависимость объемов поступлений в бюджет государства от размера налоговой ставки.

Следует упомянуть, что высокая ставка налога и порядок его взимания в некоторой степени определяют вид размещаемых на рынке бумаг: предприятиям невыгодно выпускать дисконтные облигации, т.к. в этом случае налог взимается с номинальной стоимости облигаций, а объем привлекаемых средств меньше, чем при выпуске процентных (купонных) облигаций в таком же объеме и с такой же доходностью.

Второй налог формируется за счет прибыли полученной в результате использования поступлений от выпуска облигаций. В настоящее время порядок взимания этого налога урегулирован главой 25 Налогового кодекса Российской Федерации: средства, полученные по договорам кредита и займа (иные аналогичные средства независимо от формы оформления заимствований, включая долговые ценные бумаги), а также суммы, полученные в погашение таких заимствований, не учитываются при определении налогооблагаемой базы<sup>29</sup>.

Рассматривая конкретно выпуск долговых бумаг для целей налогообложения, под договором займа очевидно следует понимать положения решения о выпуске ценных облигаций. Таким образом, в случае размещения ценных бумаг выше их номинальной стоимости, эта разница также относится к «средствам, полученным по договорам займа» и налогом не облагается. Такое положение вещей соответствует и порядку налогообложения, действующему до вступления в силу положений нового Налогового кодекса. Отнесение таким образом платы за пользование заемными средствами в виде процентов на себестоимость создает для облигаций как инструмента привлечения средств дополнительные преимущества по сравнению с другими способами (кредитование).

---

<sup>29</sup> п. 10 статьи 251 Налогового кодекса Российской Федерации

Таким образом, порядок налогообложения при выпуске облигационных займов и действия государственных органов, направленные на его изменение, в целом ориентированы на стимулирование удовлетворения инвестиционных потребностей предприятий за счет выпуска облигаций.

## **Глава III. Организация первичного размещения облигационного выпуска компании**

### ***3.1 Выбор источников финансирования***

Как уже отмечалось, последние годы развития рыночных отношений в России, показали острую необходимость российских предприятий во внешнем финансировании. Устойчивой тенденцией является увеличение доли заемных средств в финансировании капвложений, которые являются неотъемлемой частью воспроизводственного процесса.

В итоге перед менеджментом российских компаний стоит вопрос выбора оптимального источника финансирования своих инвестиционных потребностей. В современных условиях такой выбор ограничен следующими возможностями:

- размещение акций (обыкновенных или привилегированных);
- выпуск рублевых облигаций;
- выпуск еврооблигаций;
- вексельные программы;
- банковский кредит (в т.ч. синдицированный);

Целесообразно провести некий анализ преимуществ и недостатков каждого из перечисленных вариантов привлечения средств с рынка капиталов в отдельности, а также дать их сравнительную характеристику с размещением рублевых облигационных займов.

По порядку, первым инструментом привлечения свободных ресурсов отмечена эмиссия акций. Основным отличием данного способа от всех остальных является некоторая потеря контроля за работой предприятия со стороны его собственников (акции предоставляют их владельцам право принимать участие в управлении обществом путем голосования на собраниях акционеров). Таким образом, чисто теоретически, если действующие собственники готовы поделить доли в органах управления своего предприятия, то такой вариант вполне приемлем: в этой ситуации доход инвестора зависит от успешной и прибыльной деятельности его предприятия – либо в виде дивидендов, либо в виде прироста рыночной стоимости акций.

Однако, реалии российской системы хозяйствования и рынка ценных бумаг демонстрируют несколько отличную от идеальной модели действительность. Акции выпускаются, как правило, именно с целью получения контроля над предприятием, изменения структуры собственности, а не как объект привлечения финансовых ресурсов. Да и как говорилось ранее, акция не является эффективным объектом вложений для инвестора: рынок акционерного капитала представлен большими пакетами акций с крайне невысокой

долей свободно обращающихся бумаг (около 5 – 10 %) <sup>30</sup>. Такой рынок, конечно, не может стать критерием определения справедливой рыночной стоимости предприятия и, соответственно, его акций. Данный факт подтверждается сильной недооцененностью крупнейших российских предприятий, акции которых являются наиболее ликвидными на рынке.

Что касается дивидендов, то даже наметившаяся тенденция к увеличению их размера не делает акции привлекательным объектом долгосрочных инвестиций. По-прежнему российский рынок характеризуется низкой долей прибыли предприятий, отчисляемой на выплату дивидендов (около 6-8 %) – а размеры дивидендов, продекларированные крупными российскими компаниями, в абсолютном выражении растут за счет увеличения общего объема прибыли.

В итоге, акции российских компаний не приобретаются с целью инвестирования, т.к. не приносят долгосрочного дохода, основной стимул покупать – спекуляция, получение дохода за счет роста курсовой стоимости.

С точки зрения предприятия, конечно, акции имеют и большое преимущество: это практически бесплатные деньги, их не надо возвращать. Однако, как уже упоминалось, прибегнув к данному способу, действующие акционеры рискуют оказаться втянутыми в «борьбу за контроль», которая в условиях национальной экономики приобретает весьма жесткие формы с использованием полуправовых и нелегальных схем. Кроме того, сложившаяся система законодательного регулирования защиты прав акционеров до сих пор оставляет желать лучшего, хотя нельзя не замечать проявление активности государственных органов в направлении решения данной проблемы – изменения в закон «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг», другие нормативные акты, появление Кодекса корпоративного поведения и т.д. Однако данные проблемы выходят за рамки темы настоящего исследования и требуют более детального изучения. Можно лишь констатировать факт: рынок акций до настоящего времени не стал эффективным инструментом привлечений ресурсов.

Но следует отметить и вполне радужное исключение из вышесказанного: публичное размещение акций (так называемое IPO) РосБизнесКонсалтинг, которому было уделено достаточно внимания в средствах массовой информации. По мнению автора, такой ход конечно приятен, но является в большей степени PR – компанией на рынке, чем реальным

---

<sup>30</sup> Материалы лекций проф. Я.М. Миркина по дисциплине «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»

привлечением финансовых ресурсов.

Видимо, при выборе стратегии финансирования российским компаниям необходимо остановиться на долговых финансовых инструментах: кредитах, векселях, облигациях.

Наиболее упрощенным представляется выпуск векселей, но с большими оговорками можно использовать этот инструмент для привлечения денег с публичного рынка. Векселя использовались традиционно, скорее, в качестве займа конкретного кредитора, который уже связан с заемщиком какими – либо отношениями, например поставщика и покупателя или в различных зачетных схемах. Использовать вексель как финансовый инструмент, именно с целью формирования краткосрочных пассивов, под силу только заемщикам уровня ГАЗПРОМа, когда не может возникнуть подозрений относительно надежности выданного векселя.

А если предприятие не имеет столь такого уровня публичности, то его вексель становится практически не обращаемым инструментом и не выходит из рук векселедержателя до погашения. Плюс к этому, существенным отрицательным моментом является «формальность» и документарная форма векселя.

Решением данной проблемы может быть отлаженная система организации торговли векселями, когда в их размещении принимают участие крупные финансовые институты (профессиональные участники), – т.е. практически речь идет об андеррайтинге векселей. В этом случае все риски подделок, формальных дефектов, ошибок при передаче векселей (процедура индоссамент) сводятся к минимуму. Все это вкупе с достаточной информационной открытостью компании, в том числе о результатах ее хозяйственной деятельности, безусловно, может превратить вексель в эффективный финансовый инструмент, способ привлечения капиталов именно с публичного рынка. Некоторые тенденции в этом направлении организовались и, возможно, уже можно говорить об изменении природы вексельных отношений.

Однако стоит ли настолько усложнять процедуру заимствования, срок которого не будет превышать 3-5 месяцев, ведь однозначно вексель никогда не займет нишу относительно долгосрочных (более полугодом) инструментов.

Кроме того, указанные меры дают возможность эффективного их обращения и выброса на рынок уже опытным векселедателем. Перед новичком на таком рынке все еще остается большое количество проблем. Внушительные объемы расчетов векселями обусловлены их использованием ранее в основном для обслуживания товарного оборота и не могут свидетельствовать об активном использовании векселей для финансирования



потребностей российском компаний в инвестициях. Подтверждение тому – структура вексельного рынка. Объем рынка векселей ГАЗПРОМа составляет около 60 млрд. руб., ТНК – 2,8 млрд., ООО «Межрегионгаз» - 5-7 млрд. руб., плюс несколько вексельных программ, не превышающих миллиарда рублей. Что касается торговой активности, то здесь ситуация схожая: на долю ГАЗПРОМа приходится около 2/3 сделок, против максимальных 5% любого другого участника<sup>31</sup>.

Необходимо учитывать, что такая монополия не только затрудняет выход на рынок для других компаний, но и свидетельствует о высокой «концентрации» рынка и создает для его участников дополнительные риски.

Также надо сказать, что компании, ранее активно использовавшие вексельный рынок для привлечения ресурсов – ГАЗПРОМ, ТНК, РАО ЕЭС – последнее время имеют намерения перейти на другую форму заимствований – облигации, в перспективе практически полностью свернув свои вексельные программы.

Разумеется, облигационным займам на «спринтерском» (3-5 месяцев) отрезке времени сложно конкурировать с векселями (облигация вообще традиционно долгосрочная бумага), хотя в условиях российского рынка ценных бумаг, рынок корпоративных бондов именно с этого и начал свое развитие. Основной сложностью является уплата 0,8 процентов налога и наличие большого количества специальных норм регулирующих выпуск и обращение облигаций: необходимость регистрации, законодательные ограничения на выпуск, раскрытие информации, обеспечение и т.д., что усложняет и увеличивает стоимость займа. Однако в условиях наметившейся тенденции увеличения сроков заимствования на рынке капиталов, все вышесказанное оборачивается преимуществами (кроме налога) облигаций, т.к. в значительной степени снижает риски инвестирования, что в свою очередь позволяет заемщику получить средства под меньшую процентную ставку.

Международный рынок кредитных ресурсов имеет некоторые особенности и специфику, чем и определяется выход на рынок еврооблигаций российских компаний.

Во главу угла следует ставить масштабность такой операции.

На международный рынок в состоянии выйти крупная компания, с достаточным уровнем публичности, представляющая к тому же отчетность по международным стандартам бухгалтерского учета. Также такой компании необходимо иметь рейтинговые оценки как минимум двух рейтинговых агентств – эмитенты с плохим кредитным рейтингом или с отсутствием такового не в состоянии разместить заем на мировом рынке капитала.

---

<sup>31</sup> Никилкин В. «Вексельный рынок удерживает лидирующие позиции по обороту» // РЦБ №16'2001

Следующий вопрос заключается в объеме привлекаемых средств: не каждому российскому предприятию необходим такой объем инвестиций и не каждому под силу обеспечить бесперебойное исполнение обязательств по крупному валютному займу. Значительные объемы выпусков евробондов определяются размещением этих бумаг сразу на нескольких рынках, необходимостью привлечения эмиссионного синдиката и т.д.

Для осуществления успешной программы выпуска еврооблигаций необходимо формирование профессиональной команды работников или наличие финансового консультанта из числа крупных профучастников, которые в состоянии обеспечить эмитенту связь с мировым рынком капиталов, в том числе в части документального оформления сделки. Несмотря на относительно дорогие расценки на услуги профессиональных посредников, при попытке сэкономить на этом, эмитент рискует остаться с неразмещенным выпуском на руках. Таким образом, предприятие – заемщик должно быть готово к несению относительно высоких текущих затрат, которые окупаются в случае успешного завершения «кампании».

В итоге, несмотря на объективные преимущества размещения еврооблигаций, повышение прозрачности и публичности компании - эмитента, формирования положительного имиджа компании – эмитента на международной арене, доступ к большому объему валютных кредитных ресурсов, постепенное удешевление заимствований, в т.ч. и на внутреннем рынке, возможность выпуска бумаг без обеспечения, относительно слабый надзор за рынком и др. – лишь крайне ограниченная часть российских компаний в состоянии сделать шаг на международный рынок капиталов.

Указанные преимущества, могут в некоторой степени определять нежелание крупнейших российских компаний (ЛУКОЙЛ, ЮКОС) активно работать на рынке рублевых облигаций.

Однако одним из решающих факторов, определяющих стоимость заимствования, является их стоимость. С этой позиции, учитывая инфляцию и однонаправленное изменение курса национальной валюты, стоимость внутренних заимствований получается немного ниже, чем ставки по еврооблигациям: около 8-10 % в валюте на национальном рынке против 10-11% на международном рынке капитала<sup>32</sup>.

Заключительным в нашем списке возможных способов привлечения инвестиций, но не по значению, располагается банковский кредит. Рассмотрение его последним неслучайно, т.к. этот вариант в большей степени способен конкурировать с рублевыми облигациями как

---

<sup>32</sup> [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)

инструмент привлечения инвестиций.

В чем же преимущества и недостатки использования кредита и облигационного займа для получения необходимых инвестиционных ресурсов.

В первую очередь, во многих источниках информации, в качестве основного преимущества облигаций называется высокие системные риски банковской системы: помимо кредитной функции банки традиционно выполняют еще и расчетную, т.е. являются неотъемлемыми звеньями расчетной системы всего государства, т.е. банкротства крупных банков, в том числе по причине невозврата кредитов, под воздействием эффекта «домино», приводят к краху банковской системы, и следовательно к длительной стагнации экономики всего государства. В этой связи большое внимание, в том числе со стороны регулирующих органов, уделено ограничению рисков банковской системы, что, в свою очередь, выливается в установление жестких «рисковых» ограничений на деятельность отдельного банка. Такое усиление государственного контроля в значительной степени ограничивает банки на открытие кредитов большому числу предприятий, тем более «нераскрученных» и неизвестных. Кроме того, даже на кредитование надежных заемщиков устанавливаются лимиты на объем. Эту проблема может быть решена через использование института синдицированного кредита, о котором речь пойдет чуть ниже.

Во-вторых, можно отметить наиболее эффективную оценку кредитного риска каждого заимствования при выпуске облигаций: оценка рисков банком зачастую носит субъективный характер, например, когда кредит выдается не по результатам тщательного кредитного анализа, а на основе долгосрочных личных связей руководства банка и компании-заемщика. В противовес этому, на рынке облигаций имеется большое количество кредиторов одной компании, которые все в совокупности могут дать объективную оценку риска займа и, таким образом, сформировать более справедливую цену на кредитные ресурсы. А в условиях практически олигополистического рынка кредитов «реальному» сектору, справедливая цена заемных средств может исказиться.

В продолжение рассуждения о большом количестве кредиторов, очевидно, что облигации ликвидностью, т.е. почти в любой момент кредитор может переоценить риски своих вложений и изменить позицию по тому или иному заемщику, что весьма затруднительно при банковском кредитовании. Ликвидность также дает возможность заемщику своевременно реагировать на изменение конъюнктуры рынка финансовых ресурсов, управляя тем самым собственными процентными рисками. В итоге, на этом поле кредит однозначно проигрывает облигациям.

В общем и целом, использование механизма выпуска облигаций, позволяет заемщику обращаться за ресурсами непосредственно к участникам денежного оборота, аккумулирующим свободные финансовые ресурсы: домохозяйствам, физическим лицам, другим предприятиям, а также коллективным инвесторам – пенсионным и паевым фондам и страховым организациям, без участия в этом процессе посредника. Это, разумеется, повышает для инвесторов риски вложений, но и теоретически увеличивает доходность (исходя из пропорциональной зависимости между риском и доходностью). Также посредством облигаций достигается большая диверсификация кредиторов, по сравнению с получением кредита, что в свою очередь, естественно, снимает с предприятия бремя зависимости от одного крупного кредитора.

Еще одним общепринятым преимуществом выхода на облигационный рынок вместо получения кредита в банке является формирование положительного кредитного имиджа, публичной кредитной истории, и вообще повышение прозрачности компании на рынке. Все это способно в перспективе дать такой компании преимущества перед другими предприятиями, в том числе на рынке капитала для привлечения дополнительных ресурсов. Некоторым облигационным займам присваиваются рейтинги надежности, что, как уже отмечалось, является необходимым условием для выхода на мировой рынок кредитных ресурсов.

Следующий момент – объемы: банки имеют ограниченный объем ресурсов, в то время как облигационный рынок может проглотить очень солидные по объемам займы.

Разумно здесь более детально рассмотреть вопрос о более жестком регулировании банковской системы по сравнению с регулированием выпуска облигаций. Как видно из второй главы настоящего исследования законодательные нормативы на выпуск облигаций носят скорее формальный характер, что отличается от четкого, даже «прикладного» регулирования деятельности банков. Нет смысла еще раз рассматривать объемы средств, которые могут быть привлечены, но стоит еще раз отметить риски. Учитывая банковский контроль и соответствующие ограничения на риски, о которых уже говорилось, кредит может получить далеко не каждый желающий. Самой его выдаче предшествует всесторонний детальный анализ потенциального заемщика, в том числе показателей его финансово-хозяйственной деятельности, и если риски слишком высоки предприятие не получит желаемого объема финансирования, даже если предложит высокую доходность. Рынок облигаций как источник заемных средств оказывается более предпочтительным в данном аспекте: выполнив все формальные требования регулирующих органов, эмитент выводит

свои бумаги на рынок, который теоретически может поглотить бумаги почти любого эмитента исходя из предпочтений в отношении риска и доходности отдельных инвесторов.

Другой результат «банковского» подхода к заемщику – наличие надежных и адекватных по своей рыночной стоимости активов для обеспечения возврата авансируемых денежных средств в будущем: нет активов – нет денег. Облигации в этом смысле, на базе все тех же формальных требований нормативных актов, представляют собой практически необеспеченную ссуду: они могут быть выпущены под размер уставного капитала эмитента, а также могут иметь не совсем надежное обеспечение. Возможен и обратный вариант, когда по объективным оценкам очевидна неспособность эмитента вернуть ссужаемые ему суммы, он может получить требуемые средства заручившись поддержкой надежного обеспечителя, например иностранного банка. Т.е. облигации могут выступать для эмитентов практически необеспеченным пассивом. Это с позиции привлечения средств компанией-заемщиком является бесспорным преимуществом, но, разумеется, не является положительной чертой рынка корпоративных облигаций, и должно быть правильно оценено инвесторами при формировании справедливой цены заимствования того или иного предприятия, заложено в доходность облигации.

Некоторые из указанных преимуществ облигаций перед банковским кредитом действительно, но отдельные из них носят лишь теоретический характер и в условиях российской практики практически нивелируются. Дабы развеять возможной «идеалистическое» представление о таком инструменте, как облигации, следует подробно обратить внимание на мнимые преимущества и очевидные недостатки такого способа финансирования.

Во-первых, можно говорить об ограничении возможных объемов привлекаемых средств. Как отмечалось, данная проблема решается с помощью синдицированного кредита, т.е. когда кредитором выступает некий «синдикат» банков, что с одной стороны, позволяет увеличить объем кредитной сделки, и с другой - диверсифицирует кредиторов предприятия. Вообще, именно синдицированный кредит составляет наиболее действенную альтернативу выпуску бондов, о чем могут свидетельствовать и другие сравнительные характеристики.

Зачастую покупателями облигаций становятся банки, о чем еще пойдет речь в продолжение данного исследования, таким образом, также как и при синдицированном кредитовании ограничивая состав кредиторов. Помимо этого, в таком случае сохраняется и зависимость от «банковских» лимитов.

Однако, следует оценить данную ситуацию со стороны банков-кредиторов: открывая

позицию на определенного заемщика банк может выдать кредит или встать в позицию по облигациям такого заемщика. Учитывая возможность в любой момент закрыть позицию, в зависимости, к примеру, от появления более доходных и менее рискованных вариантов инвестирования, облигации представляются более предпочтительным вариантом работы с заемщиком. Возможность же выхода из кредитного синдиката связана необходимостью переоформления документов, а также часто требует согласия других участников сделки.

Отдельно необходимо обратить внимание на стоимость двух вариантов займа: т.к. и в том и в другом случае круг основных кредиторов примерно одинаков, на первый план выходят сроки займа и риски конкретного заемщика, а в целом «чистая» стоимость средств примерно одинакова, с небольшим преимуществом банковского кредита. Однако помимо так называемой «чистой» стоимости, эмитент облигаций несет еще и косвенные издержки: уплата 0,8 % налога, оплата услуг по подготовке документов, комиссия андеррайтеру и др. В итоге выпуск облигаций обходится немного дороже с разницей в 1-2 %.

Хотя некоторые российские компании, в виду своего размера и монопольного положения в отрасли, а также по «политическим» соображениям имеют льготные условия при получении банковского кредита. Ставки при этом иногда не превышают 15-16%. Разумеется, для таких компаний получение кредита куда предпочтительнее, чем рублевые облигации.

Завершая рассуждения на тему источников финансирования инвестиционных потребностей российских компаний нельзя не отметить традиционные для этого способы. С этой точки зрения, очевидно, что, являясь сравнительно новым инструментом, облигации только последнее время смогли составить здоровую конкуренцию системе банковского кредитования. На рынке кредитов есть банки, которые традиционно в своей деятельности пользовались институтом кредитов, и поэтому не спешат выходить на фондовый рынок, в то же время и на рынке облигаций сложился довольно ограниченный круг профессиональных участников. Теперь дело за эмитентами, которые должны выбрать наиболее адекватный их целям и возможностям инструмент.

### ***3.2 Определение структуры и параметров выпуска облигаций***

После определения способа заимствования перед предприятием стоит задача структурирования облигационного выпуска, определения его основных условий и параметров: объема, доходности и обеспечения.

Очевидно, что при использовании облигаций для целей финансирования определенного инвестиционного проекта, объем привлекаемых средств зависит от

потребности во внешнем финансировании.

Но следует учитывать ограничения на выпуск облигационного займа. И дело здесь не столько в соблюдении законодательных норм, указанных в предыдущей главе работы. Их выполнение дает обществу возможность предложить свои облигации на рынке. Рынок же диктует свои условия размещения, в том числе и по критерию размеров займа: необходимо размещать те бумаги, которые востребованы инвесторами. По мнению автора, российский рынок облигаций типичный пример рынка покупателей, когда инвесторы диктуют условия и структуру заимствований.

Основываясь на ранее проведенном анализе, автор полагает, что минимальный предел объема облигационного выпуска составляет 100-200 млн. рублей. При этом не приходится рассчитывать на высокую ликвидность такого инструмента; для ее обеспечения необходимо 700 – 1000 млн. рублей. Что касается верхнего предела, то здесь нужно учитывать будущую возможность эмитента своевременно исполнить свои обязательства перед владельцами бумаг.

Погашение облигаций и выплата процентов по ним могут производиться из создаваемого для этих целей фонда, который в свою очередь формируется за счет полученных доходов от инвестирования полученных займы средств. Однако, принимая во внимание небольшие сроки облигационных выпусков (учитывая возможность погашения по оферте), по 3-4 офертам такие фонды создавать нерационально, и показателем вероятности выплаты доходов и погашения облигаций может стать выручка предприятия.

Учитывая возможность погашения облигации по оферте, максимальный объем, по-видимому, не должен превышать 3-4 месячную выручку предприятия. Таким образом, предприятие будет в состоянии обеспечить досрочное погашение облигаций, даже если весь объем будет предъявлен к погашению. Но принимая во внимание усредненные данные по погашению облигаций по оферте можно увеличить лимит до 5-6 среднемесячной выручки при выпуске облигаций с четвертьгодовой офертой.

Следующим существенным условием облигационного выпуска выступает доходность. При сложившейся системе налогообложения, когда налогом в 0,8 % облагается объем выпуска ценных бумаг по номинальной стоимости, выпуск дисконтных облигаций является нецелесообразным, следовательно, как правило, облигации размещаются по номиналу, а доход составляют купонные выплаты. Обычно заем структурирован таким образом, что срок выплаты процентов и офертный период совпадают, и в итоге доходностью облигации является доходность к оферте, которая равна купонной ставке.

Процентная (купонная) ставка по облигациям может быть установлена в твердой цифре или поставлена в зависимость от изменения каких-либо факторов («плавающая» процентная ставка). В случае установления плавающей ставки выбирается определенная базисная ставка процента, которая изменяется во времени, и фиксированная надбавка, при этом колебания базисной процентной ставки отражают изменение общей конъюнктуры на рынке заемных средств. В роли «базиса» российскими предприятиями использовались ставка рефинансирования Центрального банка:

$$K = X * (SUM(ri * ti) / SUMti), \text{ где}$$

*K* - купонная ставка;

*X* - коэффициент;

*ri* - действующая ставка рефинансирования, в % годовых;

*ti* - период действия *i*-той ставки рефинансирования в днях в течение текущего купонного периода, при этом

*i* - число периодов в течение купонного периода, в которых действовало одно значение ставки рефинансирования;

*SUM(ri \* ti)* – сумма произведений действующей ставки рефинансирования, в % годовых (*ri*) и периода действия *i*-той ставки рефинансирования в днях в течение текущего купонного периода (*ti*);

*SUMti = T* - продолжительность текущего купонного периода.

или средневзвешенная доходность ГКО-ОФЗ:

в рассматриваемом примере ставка по первому купону устанавливается на уровне рынка до начала размещения, а размер ставки по последующим купонам зависит от «базиса»

$$Ci = k * Yi,$$

где

*i* - номер купонного периода,  $i = 2, \dots, 4$ ;

*Ci* - размер процентной ставки *i*-того купона;

*k* - поправочный коэффициент, равный отношению процентной ставки по первому купону к средневзвешенной доходности ОФЗ нескольких серий на дату публикации процентной ставки по первому купону;

*Yi* - средневзвешенная доходность ОФЗ к погашению на дату публикации процентной ставки по *i*-тому купону (в качестве весов используются объемы обороты торгов по каждой серии ГКО)

Такие схемы используются в структуре параметров облигационных займов с целью распределения процентного риска (риска возникновения убытков в результате изменения рыночных процентных ставок): если размер купона установлен в твердой ставке, то процентный риск несет покупатель облигации, который может как получить твердый доход при падении рыночных ставок, так и упустить выгоду, если ставки на рынке вырастут. Как уже неоднократно упоминалось, необходимость защиты владельцев облигации от



процентного риска продиктована потребностями рынка.

Однако эмитенту, в свою очередь, целесообразно предостеречь себя от резких колебаний доходности, установив верхний и нижний предел колебания доходности своих облигаций.

При этом размер первого купона может быть определен как руководством общества по собственному усмотрению, так и на аукционе в первый день торгов. В этом случае происходит накопление заявок на покупку с указанием ставки по купону, т.е. доходности, а затем после определения купона происходит фактическое размещение.

Несмотря на частую привязку процентных ставок по корпоративным облигациям к доходности госбумаг, по мнению автора, установление такой зависимости не в полной мере отражает изменение доходности по облигации в зависимости от изменения рыночной ситуации, необходим другой «базис», к примеру, доходность иных финансовых инструментов (не ГКО). Таким инструментом могут выступать еврооблигации. Учитывая, что международный финансовый рынок можно назвать более эффективным, т.е. быстрее и правильнее реагирующим на изменение рыночной конъюнктуры под воздействием различных факторов, на таком рынке складывается справедливая цена на ресурсы. Такой позиции придерживаются и специалисты некоторых крупных участников рынка облигаций, отмечая полезность индексации к отдельным выпускам суверенных или корпоративных еврооблигаций или к индексу выпусков целью облегчения выхода эмитента на международный рынок.

Однако, рынок еврооблигаций в значительной степени подвержен риску изменения отношения крупных инвесторов в целом к *emerging markets*, и, соответственно, резкому сокращению позиций в случае неблагоприятных новостей с любого из развивающихся рынков. Такой вид индексации может создавать дополнительные риски колебания доходностей вне зависимости от внутренних фундаментальных факторов.

Учитывая, что расчетной валютой при выпуске облигаций является рубль, возникает необходимость перераспределения валютного риска, который также может нести или эмитент, или владелец облигации: если размер ставки изменяется с колебанием курса национальной валюты, то валютный риск несет эмитент, а если зависимости нет – инвестор. Для установления валютного хеджа покупателя облигации можно использовать следующую формулу:

$C_i = C_0 * RUR_{1i} / RUR_0 i$ , где  $RUR_{1i}$  и  $RUR_0 i$  - курс доллара за несколько дней до даты выплаты рассчитываемого предыдущего купона

Дабы более полно защитить инвестора от валютного риска, можно установить

«плавающий» номинал бумаги. Учитывая законодательный запрет на индексированную номинальную стоимость облигации, возможно установление некой премии при погашении в размере все той же разницы валютных курсов.

Указанные механизмы позволяют защитить или подвергнуть тому или иному виду риска ранее установленную процентную ставку. Как правило, она устанавливается в зависимости от текущих рыночных предпочтений инвесторов, и в настоящее время равна 17-21% годовых<sup>33</sup>.

Целесообразно провести некоторый анализ с целью определить причины формирования ставки на таком уровне.

Используя большой теоретический материал можно утверждать, что в основе процентной ставки лежит доходность безрискового вложения/заимствования. В нашем случае за базу для расчета можно взять доходность ГКО, однако зачастую с учетом девальвации национальной валюты она представляет собой отрицательную величину (в реальном выражении), таким образом, целесообразно использовать доходность ГКО, но не ниже темпов инфляции – около 14-15 процентов.

Далее идут надбавки за риск. Премию за риск можно теоретически определить как разницу между корпоративными и федеральными заимствованиями на международном рынке, полагая, что этот рынок справедливо оценивает риски отдельных российских компаний - эмитентов облигаций.

Разница в доходностях государственных займов и облигаций крупных нефтяных компаний составляет 3-5 процентов, таким образом, справедливая доходность внутренних облигаций нефтяных компаний – на уровне 17-19%. Плюс премия за отрасль 1-2 % (средняя доходность по облигациям «нефтяных» компаний ниже, чем доходность корпоративных облигаций других отраслей). В итоге мы имеем доходность в размере 19-21 % годовых без учета премии за «неликвидность».

Таким образом целесообразно установить «справедливую» возможную цену займа при первичном размещении, а далее путем проведения аукциона на бирже дать возможность инвесторам оценить риски размещаемой бумаги (т.е. установить доходность по купону по итогам аукциона).

Следует учитывать еще один значительный момент: очевидно, что ставка доходности по размещаемой облигации должна быть ниже внутренней нормы доходности (IRR) инвестиционного проекта, на который планируется использовать привлеченные средства. В

---

<sup>33</sup> www.cbonds.ru

противном случае выпуск облигаций нерентабелен и в конечном итоге обернется для эмитента убытками в реальном выражении.

Следующим существенным параметром облигационного выпуска является срок привлечения средств. Здесь все также зависит в первую очередь от потребностей предприятия, но в рамках, приемлемых для инвесторов: оптимальным может быть выпуск 1-2 летних бумаг с полугодовой офертой или годовых бумаг без оферты, но с повышенной доходностью (21,5-22,5).

### ***3.3 Регистрация выпуска в ФКЦБ***

Этот этап в процедуре организации выпуска облигаций может показаться формальным, но в виду политики государственных регулирующих органов, как правило требует существенных затрат времени или материальных ресурсов.

В первые месяцы 2002 года это объясняется появлением новых Стандартов, которые традиционно оставляют довольно широкое поле деятельности для «позиции» регистрирующего органа.

Результатом бюрократических проволочек может стать затягивание процедуры регистрации с установленных 2 недель до нескольких месяцев. Разумеется, особенно при выпуске коротких бумаг, такое положение вещей не приемлемо, т.к. за столь длительный период регистрации ситуация на рынке может стать менее благоприятной для размещения. Возникнет необходимость изменения условий размещения, что в свою очередь также требует регистрации.

Действенной альтернативой такому подходу может стать подготовка документов на государственную регистрацию выпуска облигаций с привлечение юридических фирм или профучастников, специализирующихся на этом виде деятельности и имеющих немалый опыт работы с государственными органами.

При большинстве региональных отделений ФКЦБ действуют так называемые аккредитованные компании, официально готовящие пакеты документов, учитывая «специфические» требования регуляторов. Однако практически все крупные займы попадают в сферу влияния Центрального аппарата комиссии где, как показывает практика, жесткие требования к оформлению документов на регистрацию создают практически олигополию на рынке услуг по «подготовке документов на регистрацию».

Отсутствие свободной конкуренции в около регистрационной среде создает возможности для установления высокого уровня оплаты услуг неофициально «аккредитованных» компаний. Эти косвенные издержки выпуска облигаций в значительной

степени увеличивают итоговую стоимость привлекаемых ресурсов, иногда до предела рентабельности. По некоторым оценкам размер издержек может составлять 0,5-2 процентов от объема выпуска по номинальной стоимости. Вместе с высокой ставкой налога, биржевыми сборами и платой за услуги андеррайтеров нагрузка весьма ощутима.

Решение указанной проблемы зависит, прежде всего, от совершенствования и уточнения нормативных требований, а также от изменения политики регистрирующих органов в отношении эмитентов.

### ***3.4 Организация размещения***

Уже на стадии принятия решения о размещении облигационного займа перед руководством компании – эмитента стоит выбор способа и схемы размещения будущих бумаг.

В это смысле для него возможны варианты. При наличии заранее известного круга инвесторов – как правило, аффилированных лиц, размещение осуществляется в пользу этих лиц и не представляет практически никакого интереса для настоящего исследования. Не происходит привлечения средств с рынка свободных капиталов, невозможно свободное ценообразование на ресурсы при размещении и т.д., хотя преимущества облигаций на вторичном рынке остаются, но это выходит за рамки темы данного исследования. Рассмотрению подлежат только варианты привлечения инвестиций с «открытого» рынка.

Предприятие и в этом случае может само искать инвесторов (или инвесторы предприятие), но если компания находится не в Москве, и, таким образом, далеко от инвестиционной активности, то размещение крупного займа представляется весьма затруднительным, не говоря уже об обеспечении ликвидности. Да и в случае размещения крупных займов столичными предприятиями, возникает необходимость привлечения профессионалов финансового рынка, умеющих преподнести «товар лицом», и использования инфраструктуры фондового рынка при размещении облигаций.

Для размещения публичного облигационного займа и обеспечения ликвидности выпущенных бумаг необходим выход на торговую площадку и привлечение посредников из числа профучастников фондового рынка – андеррайтеров.

По мнению автора, в привлечение банка или инвестиционной компании в качестве посредника (андеррайтера) при размещении облигаций просто необходимо. На это есть несколько причин:

- участники рынка ценных бумаг обладают необходимым опытом и квалификацией,

которая необходима не только непосредственно при размещении, но и при подготовке параметров выпуска;

- привлечение посредника позволяет с некоторой степенью вероятности, а в большинстве случаев полностью, гарантировать размещение всего объема выпуска – перераспределение рисков;
- облигации размещаются среди широкого круга инвесторов;
- возможность создания ликвидного рынка размещаемой бумаги;
- создание положительного имиджа бумаги среди потенциальных инвесторов;
- соответствие зарубежной практике организации облигационных займов;

Остается определить, какова же структура рынка инвестиционно - банковских услуг по первичному размещению корпоративных облигаций и на каких условиях происходит размещение.

В настоящее время в данной сфере деятельности занято достаточно ограниченное число профессиональных участников рынка ценных бумаг, можно даже говорить о некой специализации на организации размещений облигаций. Лидерами по объемам размещения являются: ИНГ Банк (Евразия), ИГ «Русские фонды», МДМ – Банк, Доверительный и Инвестиционный Банк, Альфа – банк, Банк Зенит (см. приложение 1).

Большинство компаний андеррайтеров – банки. Это связано, прежде всего, с наличием у них большего объема рублевой ликвидности, по сравнению с инвестиционными компаниями, что подтверждают данные таблицы (таблица показывает распределение размещенных выпусков облигаций в зависимости от состава профессиональных участников - андеррайтеров)<sup>34</sup>.

Андеррайтер*	Объемы выпусков, млрд. руб.	Количество, шт.
Банки	16,3	9
Инвестиционные компании	1,763	10
Синдикаты инвестиционных компаний	1,8	9
Смешанные синдикаты	4,344	9
Синдикаты банков	0,3	1

Показатели таблицы свидетельствуют также о розничном характере бизнеса инвестиционных компаний: по количеству размещенных выпусков они практически равны банкам, при существенном отставании в размещенных объемах.

Еще раз обращая внимание на состав профессиональных участников данного сектора рынка, можно отметить слабое участие дочерних иностранных банков и финансовых

компаний в размещении облигаций российских эмитентов. В некоторой степени это может в очередной раз свидетельствовать о недостаточной зрелости российского рынка корпоративного долга и высоких рисков андеррайтеров.

В теоретическом аспекте выделяют два вида схем размещения ценных бумаг с привлечением посредников: размещение на «лучших усилиях» и на твердых обязательствах.

При использовании первого способа, андеррайтер выступает в чистом виде посредником между инвесторами и эмитентом, размещая только то количество бумаг, которое инвесторы желают приобрести. В этом случае риски андеррайтера сводятся к минимуму.

Андеррайтинг на «твердых обязательствах» накладывает на посредника обязательство выкупить на себя все или часть бумаг, оставшихся нерасмещенными среди инвесторов. В этом случае андеррайтер сам выступает в роли инвестора и, соответственно, принимает на себя дополнительные риски при размещении.

Практика андеррайтинга на российском рынке ценных бумаг показывает явное доминирование финансового посредничества с обязательным выкупом всего или части выпуска ценных бумаг. Зачастую, сам андеррайтер, желая получить доход, обращается с инициативой выпуска облигационного займа к эмитенту, и дабы не терять конкурентные преимущества предлагает схему, наиболее выгодную для эмитента.

При размещении крупных выпусков (1 млрд. руб. и более) в размещении может принимать участие синдикат андеррайтеров, состоящий из банков и инвестиционных компаний. Как видно из данных таблицы, к использованию эмиссионного синдиката при размещении облигаций прибегают, как правило, инвестиционные компании. Причиной тому – ограниченность их индивидуальных свободных ресурсов (в сравнении с банками) для целей выкупа «на себя» размещаемых бумаг. Обычно в синдикате участвуют не более 4 участников, которые делят между собой весь объем выпуска (необязательно пропорционально) и отвечают за размещение в пределах установленной соглашением доли. Использование института эмиссионного синдиката вещь для развивающегося российского рынка облигаций, безусловно, положительная, т.к. формирует уже при размещении более расширенный круг инвесторов, что в будущем отражается на ликвидности размещаемого инструмента.

Плата за услуги финансового посредничества на первичном рынке облигаций с постепенным его развитием снижалась и в настоящее время составляет в среднем 1-2 % от

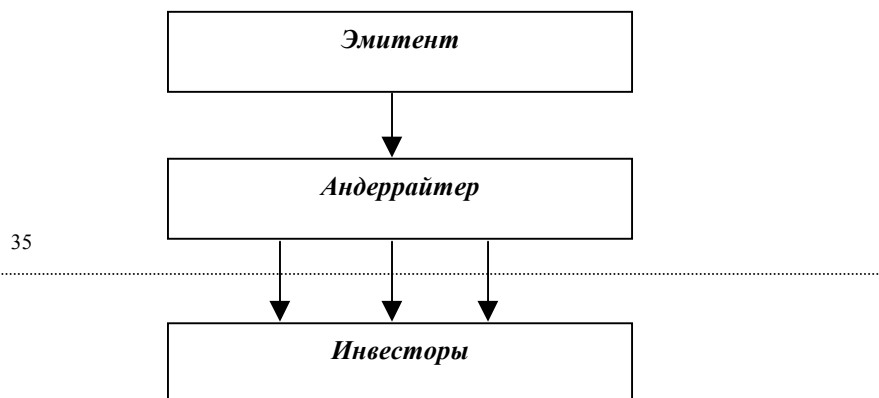
---

<sup>34</sup> www.cbonds.ru

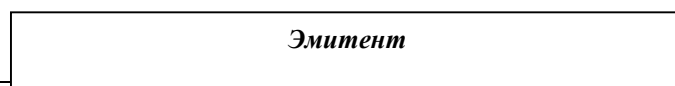
объема выпуска по номинальной стоимости. Такой размер вознаграждения при значительных объемах операций может приносить компании немалые доходы. На рынке появилось несколько компаний, для которых организация размещения облигационных займов стала основным видом бизнеса.

Теперь следует по подробнее рассмотреть «техническую» схему размещения облигаций на российском организованном рынке.

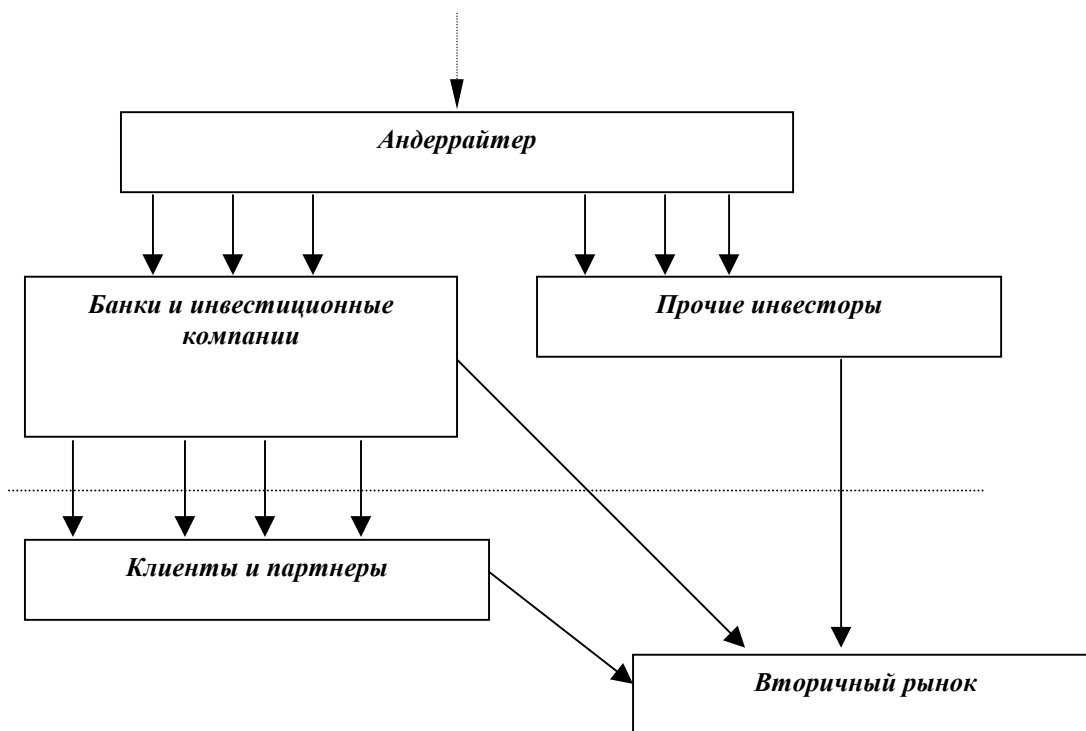
Одним из вариантов может служить размещение облигаций по закрытой подписке ограниченному кругу инвестиционных компаний и банков, выполняющих функции андеррайтеров. В этом случае формальное первичное размещение осуществляется путем заключения сделок купли-продажи между эмитентом и андеррайтерами, а уже потом происходит дальнейшее размещение облигаций на бирже или продажа бумаг андеррайтерами своим клиентам. Первичное размещение здесь не носит публичного характера и осуществляется не на торговой площадке. Размещенные бумаги лишь после регистрации отчета получают «пропуск» на открытый рынок, а в некоторых случаях так и остаются инструментом внебиржевых торгов. Эмитент ограничивает себя лишь заключением первых договоров купли – продажи, а вывод бумаг на рынок и организация торгов по ним – дело профучастников.



Второй вариант заключается в размещении на открытом организованном рынке облигаций путем направления и удовлетворения заявок андеррайтером в торговой системе биржи. В течение всего срока размещения бумаги продаются неограниченному кругу инвесторов, а если к концу срока какое-то количество облигаций останется нераспроданным, то их скупит андеррайтер.



<sup>35</sup> Здесь и далее в схемах размещения пунктирной линией отмечен момент регистрации отчета об итогах выпуска облигаций в регистрирующем органе.



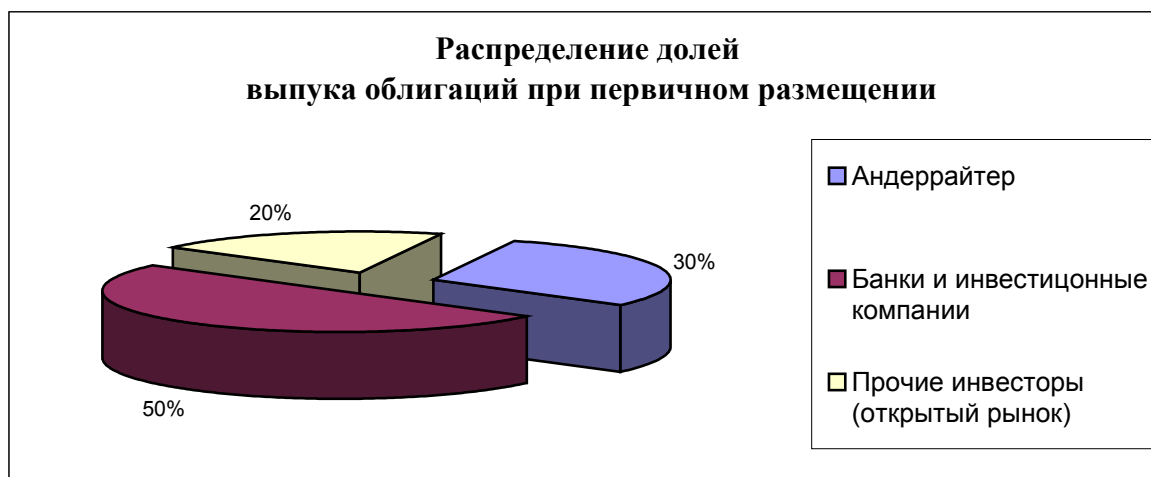
Передача ценных бумаг от эмитента андеррайтеру на схеме выделена курсивом, т.к. фактического размещения (договоров купли-продажи) на этом этапе не происходит. Андеррайтер на основании заключенного договора размещает бумаги по поручению, за счет эмитента и от своего имени (договор комиссии) или от имени эмитента (договор поручения). Сам же андеррайтер становится покупателем по собственному желанию или в случае неразмещения части выпуска. Используя такую схему, эмитент полностью передает посреднику риски недоразмещения облигаций выпуска.

В представленной схеме автор провел границу между банками и инвестиционными компаниями, с одной стороны, и прочими инвесторами – с другой. Смысл такого разделения заключается в различном подходе к размещению той или иной группе приобретателей: при размещении облигаций банкам и инвесткомпаниям андеррайтеров проводится предварительная подготовка в форме рассылки так называемых презентаций или инвестиционных меморандумов, содержащих расширенную информацию об эмитенте бумаг, результатах его хозяйственной деятельности и в некоторых случаях краткий анализ рисков вложения в размещаемые бумаги (см. приложение 2). Вопрос этот не следует рассматривать как расстановку приоритетов инвесторов и информационное ущемление интересов прочих инвесторов, эти документы доступны. Разница лишь в том, что заинтересованным покупателям они направляются адресно, с расчетом на приобретение крупного пакета. Кроме



того, разница состоит еще и в целях приобретения: часто профессиональные участники скупают пакеты облигаций с тем, чтобы часть из них разместить среди своих клиентов и деловых партнеров (разумеется, если положительно оценят риски и доходность). То есть, эти компании выступают в качестве группы продаж, по аналогии с зарубежным опытом андеррайтинга.

36



Под категорией «инвесторы» скрываются участники рынка не выполняющие посреднические функции и являющиеся последним звеном в процессе размещения ценных бумаг. Инвестиционные решения принимаются ими на основе анализа общедоступной информации, а размещение осуществляется путем подачи и поочередного удовлетворения заявлений на приобретение облигаций.

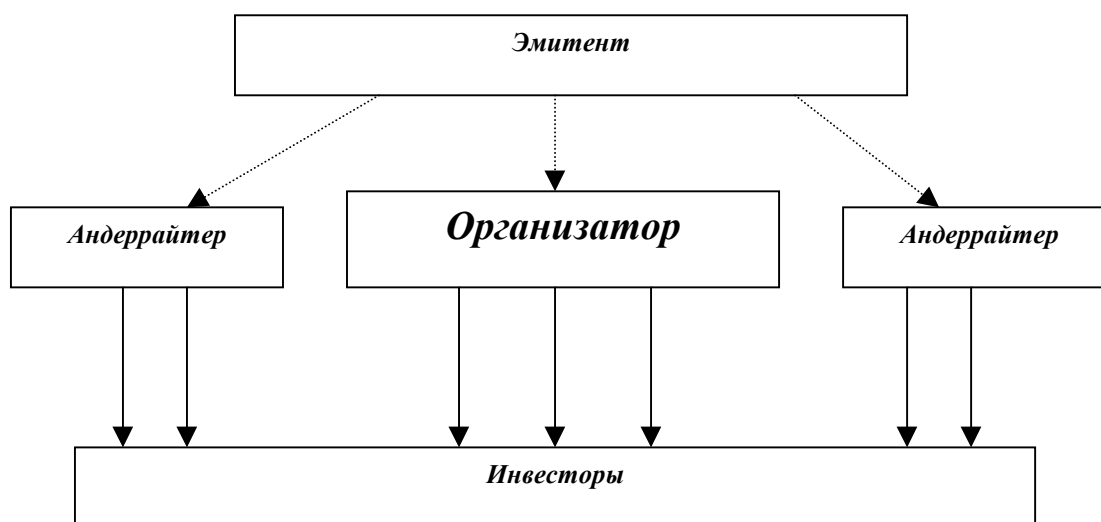
В качестве третьего варианта можно рассматривать схему эмиссионного синдиката.

Его участниками являются генеральный менеджер размещаемого выпуска и со-менеджеры. Достоинства данной схемы очевидны, когда объем размещаемого выпуска сравнительно велик, и каждому из участников в отдельности не под силу выкупить или даже разместить среди собственных клиентов весь объем. К использованию такой схемы прибегали Газпром, ТНК, Аэрофлот, ММК.

Приведенная ниже схема сильно упрощена, дабы сконцентрировать внимание на размещении бумаг одного выпуска различными банками и инвесткомпаниями. Привлечение большого количества посредников, особенно из числа известных институтов, психологически способствует повышению привлекательности таких бумаг. Основным же положительным моментом размещения через эмиссионный синдикат является формирование широкого круга розничных инвесторов, что в дальнейшем однозначно будет способствовать высокой ликвидности таких бумаг. Подтверждением тому может служить ранее отмеченный

факт: высокая ликвидность во многом зависит от объема облигационного займа.

В представленной схеме отсутствует также разделение инвесторов на группы, которые могут формироваться из «открытого» спроса, из партнеров и клиентов участников синдиката, а также из так называемой группы продаж, которая часто признается частью эмиссионного синдиката (небольшие и средние инвесткомпании и банки, иногда региональные).



Помимо изложенного данная схема значительно снижает или, вернее сказать, распределяет риски, связанные с размещением бумаг среди участников синдиката.

Во всех приведенных выше схемах (за исключением первой) фактическое размещение осуществляется через организаторов торговли, роль которых в формировании первичного рынка российских корпоративных облигаций высока и продолжает увеличиваться. Монополию среди бирж на торговлю рублевыми облигациями российских компания держит ММВБ, на долю которой приходится более 80 % от общего торгового объема.

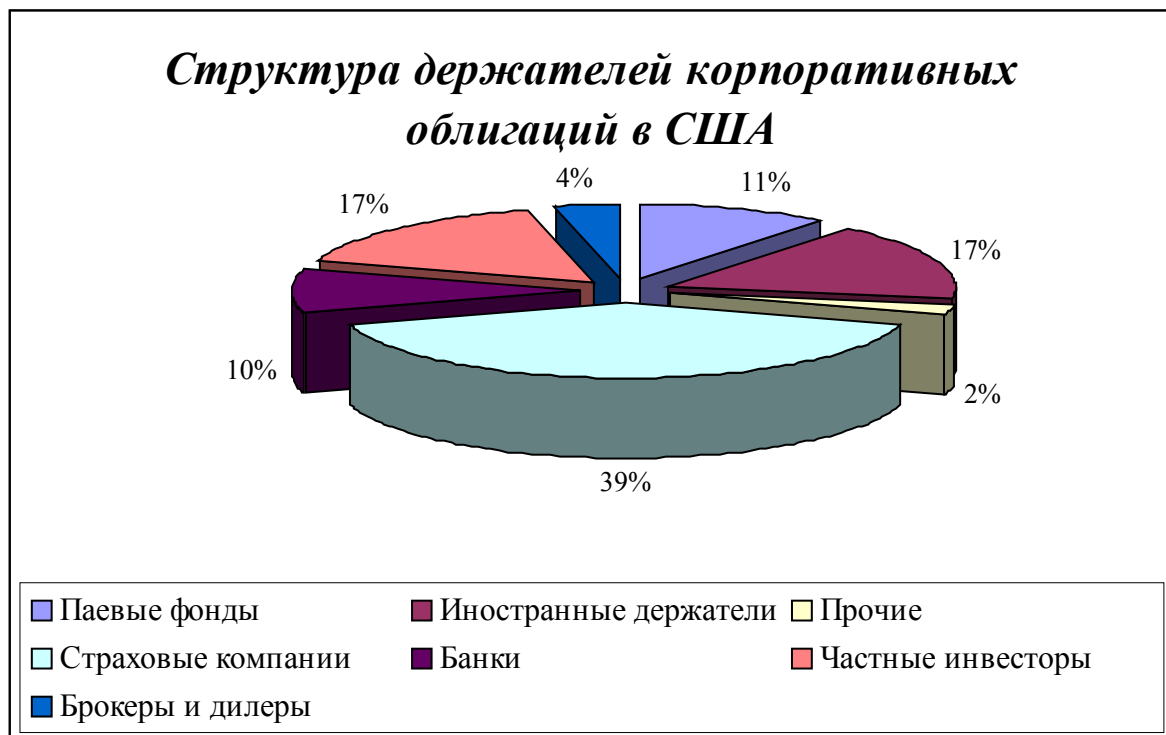
В заключении отдельного внимания заслуживает структура инвесторов в рублевые облигации российских компаний. В целом она схожа со структурой приобретателей бумаг при первичном размещении, т.е. характеризуется значительной долей банковского сектора. Это очередной раз свидетельствует о конкуренции рынка облигаций с системой кредитования, не только в качестве привлечения средств для предприятий, но и при управлении активами банков.

При этом, зачастую стратегия банков такова: облигации с приемлемой доходностью приобретаются или при первичном размещении или на вторичном рынке на срок 3-4 месяца,

<sup>36</sup> по данным Райффайзенбанк Австрия

а затем средства переключаются в более доходный инструмент.

Для сравнения приведем структуру держателей облигаций в США<sup>37</sup>.



Очевидная существенная доля институтов коллективного инвестирования (паевых фондов и страховых компаний) – около 50 %, на долю банков приходится всего 10 % от общего объема в обращении. Столь суженный круг инвесторов в российские корпоративные бумаги в очередной раз показывает неразвитость и ограниченность российского фондового рынка в целом, и рынка корпоративных облигаций в частности.

На российском рынке практически отсутствует коллективный и частный инвестор, которые одновременно скрывают огромные запасы инвестиционных ресурсов (по различным оценкам 80-100 млрд. долларов). Причиной столь низкой активности рынке облигаций со стороны этих инвесторов стоит признать все те же высокие риски и низкую ликвидность рынка, те «беды» корпоративного сегмента российского облигационного рынка, о которых достаточно уже сказано, и не только в настоящей работе.

В целом же можно выделить пять основных групп российских инвесторов:

- кредитные организации с возможными ресурсами в 600-700 млрд. руб.
- страховые компании (около 86 млрд.руб.);
- негосударственные пенсионные фонды (30 млрд.руб.);
- паевые инвестиционные фонды (около 7 млрд.)<sup>38</sup>;

<sup>37</sup> www.cbonds.ru

<sup>38</sup> Елшин О. «Стратегия выхода на рынок» // РЦБ № 24'2001

- крупные российские компании;

Таким образом, очевидно, что инвестиционных ресурсов в России достаточно, да и потребности предприятий в заемных средствах нельзя назвать скудными. Дело стоит за эффективным механизмом распределения этой свободной денежной массы и рублевые облигации российских компаний имеют все шансы на то, что бы занять пустующую нишу необходимого финансового инструмента.

## *Заключение.*

По итогам проведенного исследования можно с уверенностью утверждать наличие на долговом рынке ценных бумаг России сектора корпоративных облигаций. Этому свидетельствуют объемы привлеченных средств, увеличение числа и отраслевой дифференциации эмитентов и т.д.

Одновременно с этим, все еще недостаточное количество однородных рыночных инструментов, низкая их ликвидность, необеспеченность и сравнительно небольшие сроки заимствований однозначно свидетельствуют о недостаточной зрелости и эффективности российского рынка корпоративного долга.

В сравнении со смежными секторами, облигации значительно уступают госбумагам и корпоративным и банковским векселям по общему объему непогашенных обязательств и торговому обороту, имея при этом небольшие преимущества в доходности.

Перспективы развития рынка рублевых облигаций российских компаний представляются весьма радужными: дальнейшее увеличение емкости рынка, повышение торговой активности, увеличение количественного и улучшение качественного состава эмитентов, формирование справедливой цены на финансовые инструменты. Создание системы справедливого ценообразования зависит, прежде всего, от правильной оценки рисков как рынка в целом, так и отдельных эмитентов со стороны участников рынка, прежде всего инвесторов. Как следствие этого, усиление дифференциации процентных ставок, в зависимости от рисков конкретной бумаги, конкретного эмитента.

Кроме того, следует отметить тенденцию к повышению качества и надежности выпускаемых облигаций, сохранение которой непременно повысит инвестиционную привлекательность данного сектора фондового рынка как для российских, так и для иностранных инвесторов.

Помимо активных действий участников рынка его эффективное функционирование и стремительное развитие зависит и от отношения государственных органов исполнительной власти, регулирующих фондовый рынок. Их политика должна быть направлена на создание оптимальных условий существования для всех участников рынка, обеспечение законодательного регулирования и соблюдения установленных нормативных правил, а не на удовлетворение собственных потребностей и интересов отдельных компаний. ФКЦБ должна быть регулятором, а не дополнительным игроком на фондовом рынке, а ее действия не должны идти вразрез потребностям и направлению развития рынка.

Рассматривая отдельные действия комиссии, нельзя не отметить полезность уточнения и детализации порядка регистрации выпусков облигаций, стремление к оптимизации и повышению эффективности системы раскрытия информации при размещении облигаций, в том числе о показателях финансово – хозяйственной деятельности эмитента, установления требований к обеспечению выпускаемых облигаций, и тем самым снижение рисков вложений, а также планируемое расширение ассортимента долговых продуктов на российском рынке за счет планируемого появления коммерческих бумаг. Однако некоторые новшества, вносимые комиссией являются более чем спорными в отношении их необходимости и полезности для рынка, например введение института финансовых консультантов, централизация государственной регистрации выпусков ценных бумаг как по критерию объема, так и по категориям эмитентов (страховые компании).

С точки зрения способа привлечения ресурсов с рынка капитала облигации представляют собой один из наиболее эффективных и доступных инструментов для российских компаний. Реальную конкуренцию в данном аспекте им может составить только банковский кредит, а все остальные варианты уступают конкурентным преимуществам облигационных займов. Хотя, разумеется, в зависимости от цели выхода на рынок финансовых ресурсов облигации не всегда отвечают интересам предприятий в качестве механизма получения заемных средств.

Среди прочих недостатков можно выделить сравнительно высокую стоимость облигационных займов, в том числе из-за необходимости оплаты косвенных издержек – вознаграждения андеррайтеру, налога на операции с ценными бумагами, платежей за подготовку необходимой документации, сложную процедуру государственной регистрации выпуска, сравнительно небольшие сроки заимствований и т.д. Отдельно следует выделить длительность процесса подготовки и регистрации документов в соответствии с требованиями госорганов, к результате чего установленные условия и порядок планируемого размещения облигаций не соответствуют текущим настройкам на рынке и к моменту выхода требуют пересмотра.

В некотором смысле отдельные «слабые места» облигаций зависят от ориентированности рынка на сложившиеся потребности «избалованных» российских инвесторов, подстраиваясь под которые выпуск облигаций для потенциального эмитента обернется не то, что высокой стоимостью заемных ресурсов, но и вовсе отрицательным «чистым» доходом. Среди прочих условий инвесторов можно выделить стремление к передаче эмитенту всех возможных рисков, в первую очередь валютного и процентного.

Говоря непосредственно об организации размещения облигационных займов, необходимо отметить важность и даже необходимость привлечения финансовых посредников при выходе предприятия на рынок капиталов, причем деятельность этих посредников может не ограничиваться распространением ценных бумаг, но и может включать в себя структурирование будущего займа, обеспечение документооборота, текущие консультационные услуги, а также поддержание ликвидности размещенных бумаг на вторичном рынке.

Рынок услуг по андеррайтингу долговых бумаг представлен банками и инвестиционными компаниями с небольшим перевесом кредитных организаций, по объему размещаемых выпусков, в редких случаях прибегают к использованию схемы эмиссионного синдиката. Основной тому причиной является характер и условия размещения облигаций, которые в большинстве случаев предусматривают обязательство андеррайтера выкупить весь или часть от общего объема выпуска, т.е. представляют собой андеррайтинг на «твердых обязательствах». Кроме того, следует обратить внимание на концентрацию подавляющего большинства размещаемых бумаг на ограниченном числе посредников, что свидетельствует о формировании круга банков и инвестиционных компаний, профессионально работающих в инвестиционно – банковском секторе и занимающихся андеррайтингом ценных бумаг.

В завершении следует выделить еще одну негативную черту российского рынка корпоративного долга: ограниченный круг инвесторов в долговые бумаги компаний, представленный в основном банками, при наличии внушительных объемов свободных финансовых ресурсов у других участников денежного оборота. Именно такое положение вещей в значительной степени сдерживает торговую активность по данному виду ценных бумаг, а также повышает риски рынка корпоративных облигаций.

В общем и целом в России в настоящее время сформировались вполне благоприятные условия для интенсивного развития рынка долговых финансовых инструментов со значительной долей корпоративных заимствований, поэтому при отсутствии явных негативных внутренних новостей, а также при сохранении положительно устойчивой внешней среды можно с высокой долей вероятности прогнозировать дальнейшее развитие и повышение эффективности российского рынка корпоративных облигаций.

Приложение 1

<i>Рейтинг андеррайтеров корпоративных облигаций, размещенных в 2001 году<sup>39</sup></i>			
№	Андеррайтер	Эмитент	Объем, млн. руб.
1	ИНГ Банк (Евразия)	ТНК (4)	3 000
2	Доверительный Инвестиционный банк	и РТК-Лизинг, Тюменьэнерго, МГТС	2758,677
3	Альфа – банк	АЛРОСА (6,7), Сибур – 25%, ОМЗ – 25 %, ЛМК	2 395
4	Банк Зенит	РИТЭК-1, Татнефть – 25%, Сибур – 25%, Нижнекамскнефтехим –33%, РИТЭК-2	1 800
5	ИК «Тройка Диалог»	Славнефть, Центртелеком – 33%, Нижнекамскнефтехим – 33%	1 300
6	ИГ «Русские фонды»	АЛРОСА (4,5), ОМЗ-1 , ОМЗ – 25%, Рабо Инвест – 50%, ОМЗ – 25%	1 275
7	МДМ Банк	НТМК, Башинформсвязь, Сибур – 25%, Центртелеком - 33%	1 150
8	Росбанк	ММК (9-13) – 25%, (14) – 33%, Аэрофлот - 1	862,5
9	Райффайзенбанк Австрия	Сибур – 25%, Центртелеком – 33%	700
10	Международный Московский банк	Рабо Инвест – 50%	300
1 -12	Всероссийский банк развития регионов	ММК (14) - 33%, (9-13) – 25%	262,5
11-12	ИК «Расчетно-Фондовый центр»	ММК (14) – 33%, (9 -13) – 25%	262,5
13	АБ «ИБГ НИКойл»	Зерновая компания ОГО, Доминант Трейдинг	240
14 -15	ГУТА банк	ОМЗ (2,3) – 25%;	195
14 -15	Внешэкономбанк	ОМЗ (2,3) – 25%	195
16	Авиа –Траст - Инвест	Концерн Калина, Протон - ПМ	170
17	ИМПЭКСБанк	Тулачермет (3 транш)	159,3
18	Собинбанк	ММК (9 – 13) – 25%,	157,5
19	ИК «Русские инвесторы»	Русский продукт	140
20	Банк МФК	Нижнекамскнефтехим – 33%	100
21	ИФ «ОЛМА»	Тагмет	50
22	ИК «АВК»	Пекарь	25

\* в данной таблице в скобках указаны серии соответствующих выпусков облигаций, а в процентах указана доля выкупа в эмиссионном синдикате

<sup>39</sup> Елшин О. «Стратегия выхода на рынок» // РЦБ № 24'2001



***Содержание (основные положения)  
презентации - инвестиционного меморандума.***

***Основные условия и параметры выпуска облигаций.***

- организатор выпуска;
- срок, номинальная стоимость и цена размещения;
- размер, порядок и сроки выплаты дохода по облигациям;
- срок погашения;
- возможность досрочного погашения;
- наименования со-организаторов и платежных агентов выпуска;

***Место размещаемых бумаг на рынке.***

- сравнение размещаемых бумаг с обращающимися на рынке, потенциальные преимущества;

***Краткий обзор компании и географическое положение.***

- история развития;
- основные виды деятельности;
- место в отрасли;
- основные виды продукции, услуг;
- контакты, основные районы деятельности;

***Качество и надежность ресурсной базы.***

- крупные поставщики;
- анализ надежности источников ресурсов;
- доля импорта;

***Описание производственной деятельности.***

- структура производимой продукции, ассортимент;
- численность сотрудников;
- основные потребители, рынки сбыта и доля экспортных поставок;

***Стратегия развития компании.***

- цели дальнейшей деятельности;
- перспективы развития компании и отрасли в целом;

***Основные показатели финансово – экономического состояния эмитента.***

- текущее состояние и прогнозы;

***Структура собственности и состав органов управления.***

***Обзор финансовых показателей за несколько лет.***

***Анализ кредитоспособности и платежеспособности.***

- анализ обеспечения исполнения обязательств;
- анализ коэффициентов;

***Риски инвестирования.***

- рыночный
- кредитный;
- процентный;
- валютный;
- операционный;
- законодательный и административный;

Дополнительно в качестве приложений представляется бухгалтерская отчетность за несколько лет, данные и присвоенном рейтинге и независимой оценке компании, а также любая другая информация способная повлиять на принятие инвестиционного решения.

## Список использованной литературы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации
2. Налоговый кодекс Российской Федерации
3. Бюджетный кодекс Российской Федерации
4. Федеральный закон от 22.04.96 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг»
5. Федеральный закон от 26.12.95 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»
6. Федеральный закон от 08.02.98 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»
7. Проект федерального закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг», Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов» и Закон Российской Федерации «О налоге на операции с ценными бумагами»
8. Постановление ФКЦБ России от 2.10.97 №27 «Об утверждении Положения о ведении реестра именных ценных бумаг»
9. Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные постановлением ФКЦБ России от 19.10.2001 г. № 27
10. Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные постановлением ФКЦБ России от 11.11.97 № 47
11. Брейли Р. Майерс С. «Принципы корпоративных финансов» Москва, «Олимп - бизнес», 1997 г.
12. Игнатов И. Филимошин П. «Эмиссия ценных бумаг» - М., Издательский центр «Акционер», 2001 г.
13. Синенко А.Ю. «Эмиссия корпоративных ценных бумаг: правовое регулирование теория и практика» - М., Статус, 2002 г.
14. Четыркин Е.М. «Финансовая математика», Издательство «Дело», Москва, 2001 г.
15. Гороховская О. «Информация о СИБУРе как детонатор доходности корпоративных облигаций» // Рынок ценных бумаг № 22'2001 г.
16. Ёлшин О. «Стратегия выхода на рынок» // Рынок ценных бумаг №24'2001 г.
17. Николкин В. «Вексельный рынок удерживает лидирующие позиции по обороту» // Рынок ценных бумаг №16'2001 г.
18. Нечаев В. «Облигации со встроенной офертой погашения» // Рынок ценных бумаг №16'2001 г.
19. Пивков Р. «Синдицированный кредит как разумная альтернатива облигационному займу» // Рынок ценных бумаг 24'2001 г.
20. Справочник «Фондовый рынок России: ведущие эмитенты», 2001 г.
21. Ведомости, 2001 г.
22. Курс лекций проф. Я.М. Миркина по дисциплине «Профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг»
23. Материалы конференции «Корпоративные облигации в России», проводимой ФКЦБ России, февраль 2002 г.
24. [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)
25. [www.fcsm.ru](http://www.fcsm.ru)
26. [www.micex.ru](http://www.micex.ru)