

ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Кафедра «Ценные бумаги и финансовый инжиниринг»

Работа допущена к защите:  
зав. кафедрой  
проф. Миркин Я. М.

---

## ДИПЛОМНАЯ РАБОТА

на тему: Привлечение финансирования российскими промышленными предприятиями путем эмиссии облигаций

**Студента 5 курса,  
группы К-5-4  
института Кредита  
Шапедько М.В.**

**Научный Руководитель:  
проф. Миркин Я. М.**

---

**Консультант кафедры АИТ  
доц. Литвиненко А.Ф.**

---

**Внешний рецензент**

---

Москва, 2003 г.

# Содержание

<b>ВВЕДЕНИЕ.....</b>	<b>3</b>
<b>ГЛАВА 1. КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В РОССИИ .....</b>	<b>5</b>
§1. ПОНЯТИЕ И ВИДЫ ОБЛИГАЦИЙ .....	5
§2. РЕГУЛЯТИВНЫЕ АСПЕКТЫ ЭМИССИИ ОБЛИГАЦИЙ.....	12
§3. РАЗВИТИЕ И ТЕКУЩЕЕ СОСТОЯНИЕ РОССИЙСКОГО РЫНКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ .....	18
<b>ГЛАВА 2. МЕТОДИКА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПАРАМЕТРОВ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА.....</b>	<b>25</b>
§1. ОСНОВНЫЕ ПАРАМЕТРЫ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА .....	25
§2. ОБЛИГАЦИОННЫЕ ИНДЕКСЫ КАК ОСНОВА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ПАРАМЕТРОВ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА .....	32
§3. ПРЕДЛАГАЕМАЯ ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ДЕЙСТВИЙ ПРИ ОПРЕДЕЛЕНИИ ПАРАМЕТРОВ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА .....	38
§4. АНДЕРРАЙТИНГ И ОРГАНИЗАЦИЯ ВТОРИЧНОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ.....	44
<b>ГЛАВА 3. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ПРОЕКТ КАК ОСНОВА ПРИВЛЕЧЕНИЯ ФИНАНСИРОВАНИЯ .....</b>	<b>49</b>
§1. ПОНЯТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА И БИЗНЕС-ПЛАНА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА.....	49
§2. ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА.....	52
§3. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ СПЕЦИАЛЬНЫХ ПРОГРАММНЫХ СРЕДСТВ ПРИ РАЗРАБОТКЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА .....	55
<b>ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....</b>	<b>64</b>
<b>СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....</b>	<b>67</b>
<b>ПРИЛОЖЕНИЯ .....</b>	<b>72</b>

## Введение

**Актуальность темы.** Одной из ключевых проблем российской экономики на настоящем этапе развития является недостаток инвестиций на нужды модернизации производства. Низкая степень развития рынка капитала приводит к тому, что основным источником инвестиций для предприятий выступают собственные средства в форме нераспределенной прибыли и амортизационного фонда.

Степень развития кредитования реального сектора коммерческими банками является низкой. Долгосрочное банковское кредитование доступно только для крупнейших российских предприятий.

В этих условиях альтернативой банковскому кредиту и реальным источником инвестиций может служить привлечение финансирования промышленными предприятиями путем эмиссии облигаций. В практике западных стран облигации являются одним из важнейших инструментов привлечения предприятиями инвестиций. В последние годы и в России наметился ряд позитивных тенденций к развитию практики эмиссии облигаций в качестве механизма привлечения денежных средств.

Вместе с тем, в настоящее время существует и значительный спрос на корпоративные облигации. Избыточная ликвидность коммерческих банков и низкая или даже отрицательная реальная доходность государственных ценных бумаг приводит к необходимости поиска для банков объектов для эффективного вложения средств, которыми могут являться корпоративные облигации. Развитие накопительной системы пенсионного обеспечения, паевых инвестиционных фондов, обязательного и добровольного страхования, может привести к еще большему спросу на корпоративные облигации.

**Основной целью** настоящей работы является разработка методики определения параметров облигационного займа на основе анализа текущего состояния рынка корпоративных облигаций и с учетом инвестиционных потребностей

предприятия-эмитента. В настоящей работе понятие параметров облигационного займа трактуется широко. Под ними подразумевается не только характеристики отдельных облигаций, но также частью параметров облигационного займа является порядок размещения и организация вторичного обращения облигаций.

**В первой главе** рассматриваются вопросы о понятии и видах облигаций, которые могут быть использованы в российской практике, проводится анализ правовых основ эмиссии корпоративных облигаций, исследовано развитие и текущее состояние рынка корпоративных облигаций. В данной главе особое внимание также уделено и новому участнику рынка ценных бумаг – финансовому консультанту.

**Вторая глава** посвящена методике определения параметров облигационного займа. В данной главе определены типичные параметры облигационного займа на основе анализа фактического материала по выпускам облигаций российских промышленных предприятий. В качестве основы определения параметров облигационного займа предложено использование облигационных индексов, учитывающих влияние кредитного рейтинга эмитента, а также премию за продажу облигаций на первичном рынке.

**В третьей главе** проведен анализ разработки инвестиционного проекта, который служит основой для определения параметров облигационного займа. Проведен анализ основных показателей, применяемых для оценки эффективности инвестиционного проекта. Отдельный параграф посвящен использованию специальных программных средств при разработке инвестиционного проекта.

# Глава 1. Корпоративные облигации в России

## §1. Понятие и виды облигаций

По определению, данному в законе о рынке ценных бумаг, «облигация - эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента. Облигация может также предусматривать право ее владельца на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права»<sup>1</sup>. Аналогичное по смыслу определение приводится также в ст. 816 ГК РФ.

Таким образом, в российском законодательстве под облигацией понимается долговая ценная бумага независимо от срока до ее погашения. В западных странах под облигацией понимается прежде всего долгосрочная ценная бумага. Одно из определений облигаций в западной литературе: «Облигации – это долгосрочные долговые ценные бумаги, подтверждающие обязательство эмитента выплачивать фиксированный процент в течение определенного периода и вернуть основную сумму при наступлении срока погашения».<sup>2</sup>

Облигация предназначена для массового привлечения денежных средств на длительный срок, и поэтому законодательно она отнесена к классу эмиссионных ценных бумаг – ценных бумаг, которые характеризуются следующими признаками<sup>3</sup>:

- *закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с*

---

<sup>1</sup> Ст. 2 Федерального закона от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями) (далее – закон о рынке ценных бумаг)

<sup>2</sup> Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования, стр. 420

<sup>3</sup> Ст. 2 закона о рынке ценных бумаг

*соблюдением установленных настоящим Федеральным законом формы и порядка;*

- размещаются выпусками;*
- имеют равные объем и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.*

Государством установлена жестко регламентированная процедура эмиссии облигаций, в том числе включающая требования о государственной регистрации и раскрытии информации, поскольку облигация содержит в себя потенциальную опасность причинения убытков большому количеству инвесторов в случае дефолта эмитента. Кроме того, другой отличительной особенностью облигации является то, что она не содержит возможности (в отличие от векселя) упрощенного порядка взыскания по обязательствам эмитента.

В зависимости от типа эмитента облигации могут быть разделены на:

- государственные облигации (эмитируются органами государственной власти Российской Федерации и субъектов Российской Федерации);*
- муниципальные облигации (эмитируются местными органами власти);*
- облигации Банка России;*
- облигации некоммерческих организаций;*
- корпоративные облигации (эмитируются хозяйственными обществами<sup>4</sup>).*

Среди корпоративных облигаций, в свою очередь, можно выделить облигации промышленных предприятий и облигации финансовых организаций. В западной практике среди корпоративных облигаций также выделяют облигации

---

<sup>4</sup> Некоторые авторы разделяют облигации хозяйственных обществ на корпоративные и банковские. Однако, по моему мнению, такое деление не обосновано, поскольку инвестора в облигации интересует, прежде всего, кредитный рейтинг предприятия, а не сфера его деятельности (в отличие, скажем, от инвестора в акции, так как от состояния отрасли эмитента зависит получаемый доход).

компаний коммунальных услуг, но в России такие облигации практически отсутствуют.

Корпоративные облигации выпускаются для финансирования частных предприятий и, как правило, для реализации какого-либо инвестиционного проекта. Для покрытия недостатка оборотных средств обычно применяются другие инструменты финансового рынка: банковские кредиты, займы предприятий, векселя и др. Однако, в существующих российских условиях корпоративные облигации используются и для финансирования недостатка оборотных средств.

Корпоративные облигации могут эмитировать не любые коммерческие организации, право на эмиссию облигации должно быть предусмотрено законом или иным правовым актом<sup>5</sup>. В настоящее время право выпуска облигаций предоставлено коммерческим организациям только со следующей организационно-правовой формой: *акционерное общество*<sup>6</sup> или *общество с ограниченной ответственностью*<sup>7</sup>.

В зависимости от способа определения управомоченного лица на права, удостоверенные в ценной бумаге, облигации могут быть разделены на именные и предъявительские. Именные облигации могут быть выпущены только в бездокументарной форме, а облигации на предъявителя только в документарной. Законом о рынке ценных бумаг предусмотрена еще одна форма выпуска облигаций – выпуск облигаций на предъявителя с обязательным централизованным хранением сертификатов облигаций.

Дальнейшая классификация корпоративных облигаций, используемых в России, может быть построена на основе различия основных характеристик облигаций, к которым можно отнести следующие:

---

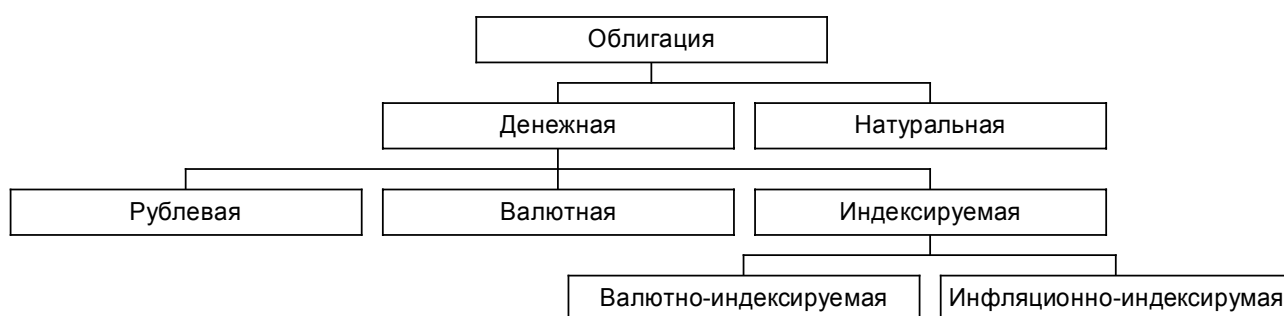
<sup>5</sup> Ст. 816 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее – ГК РФ).

<sup>6</sup> Ст. 33 Федерального закона от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с последующими изменениями и дополнениями) (далее – закон об АО).

<sup>7</sup> Ст. 31 Федерального закона от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (с последующими изменениями и дополнениями) (далее – закон об ООО).

- номинал,
- размер купонной ставки,
- характер купонных платежей,
- срок обращения,
- обеспечение,
- условия досрочного выкупа,
- прочие характеристики.

### Классификация облигаций в зависимости от номинала

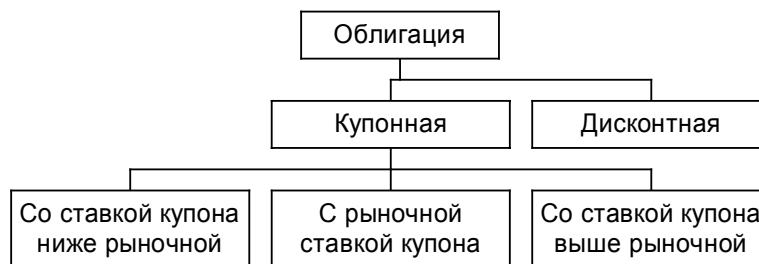


**Номинал облигации** может быть выражен как в денежной, так и в натуральной форме. *Натуральная форма номинала* выражается в указании количества вещей, определенных родовыми признаками, которые получит владелец облигации при ее погашении. В странах с развитой рыночной экономикой и умеренной инфляцией натуральные облигации используются редко.

Чаще в качестве номинала используется фиксированная сумма национальной или иностранной валюты. Выпускаются также *индексируемые облигации* – облигации, номинал (а также, как правило, купонная ставка) которых привязан к курсу валюты (*валютно-индексируемая облигация*) или индексу инфляции (*инфляционно-индексируемая облигация*).

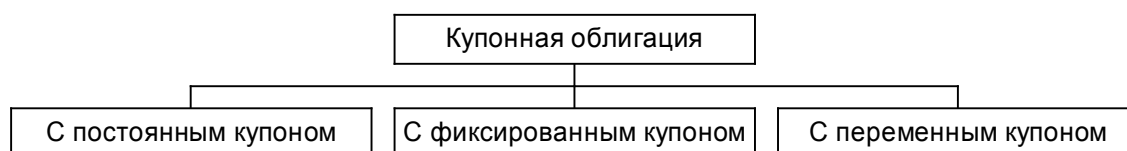


## Классификация облигаций в зависимости от размера купонной ставки



В зависимости от наличия или отсутствия **купона** облигации могут быть разделены на *купонные* и *дисконтные*. *Дисконтная облигация* (или *облигация с нулевым купоном*) не предусматривает каких-либо выплат ее владельцу до погашения облигации. Владелец *купонной облигации* получает периодические платежи, как правило, через равные промежутки времени. Ставкой купона или купонной доходностью называют отношение величины купона к номиналу облигации. В зависимости от соотношения между купонной и рыночной ставкой купонные облигации могут быть разделены на *облигации со ставкой купона ниже рыночной*, *ставкой купона выше рыночной* и на *облигации с рыночной ставкой купона*. Рыночная стоимость облигации будет равна номинальной только в случае равенства купонной и рыночной ставки. В случае превышения купонной ставки над рыночной стоимость облигации будет выше номинала, а в случае превышения рыночной ставки над купонной – ниже номинала.

## Классификация облигаций в зависимости от характера купонных платежей



*Облигация с постоянным купоном* имеет твердо установленный и одинаковый для всех периодов размер купона. Размеры купонов у *облигации с фиксированным купоном* заранее определены, но различны для разных временных периодов. Размеры купонов у *облигации с переменным купоном* зависят от вели-

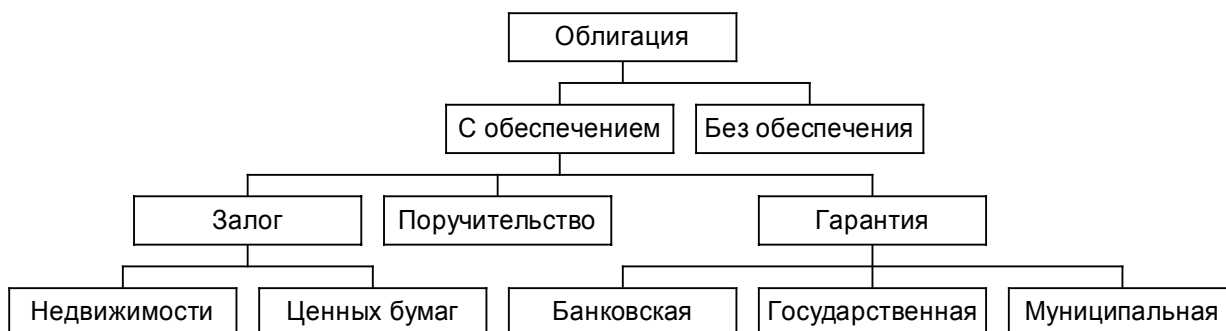
чины определенных показателей: доходности государственных ценных бумаг, ставки рефинансирования Центрального Банка, ставок межбанковского рынка и др. Кроме того, размер последующих купонов у облигаций с переменным купоном может определяться самим эмитентом.

### Классификация облигаций в зависимости от срока обращения



В зависимости от срока обращения облигации можно разделить на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (свыше 1 года до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет). Указанные сроки взяты по аналогии с классификацией долговых обязательств Российской Федерации в ст. 98 Бюджетного кодекса Российской Федерации от 31 июля 1998 г. N 145-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями).

### Классификация облигаций в зависимости от обеспечения



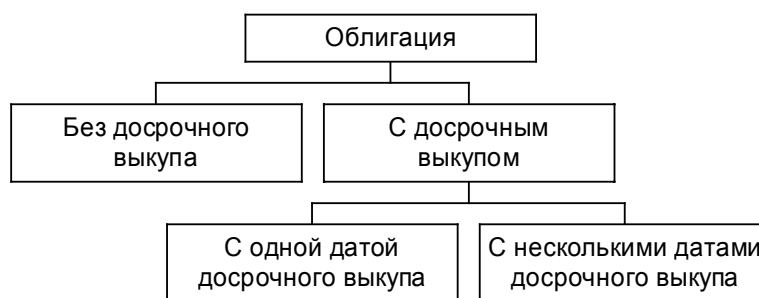
Законодательством предусмотрена возможность выпуска облигаций, как *с обеспечением*, так и *без обеспечения*. При этом размещение облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Ст. 33 закона об АО, ст. 31 закона об ООО.

Исполнение обязательств по *облигациям с обеспечением*, может обеспечиваться залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной и муниципальной гарантией.<sup>9</sup> Предметом залога в качестве обеспечения облигаций может являться только *недвижимость и ценные бумаги*, которые подлежат оценке независимым оценщиком.<sup>10</sup> При использовании в качестве обеспечения облигаций *поручительства третьего лица* договор поручительства должен предусматривать только солидарную ответственность поручителя и эмитента.<sup>11</sup> При обеспечении облигаций с помощью *банковской гарантии* она не может быть отозвана и может предусматривать только солидарную ответственность гаранта и эмитента.

### Классификация облигаций в зависимости от условий досрочного выкупа



Наличие *досрочного выкупа* при условии рыночного характера условий выкупа предоставляет инвесторам дополнительные гарантии возврата инвестируемых средств. С точки зрения эмитента, *досрочный выкуп* превращает один облигационный заем в несколько займов с более короткими сроками обращения. Эмитент может установить как *одну дату* досрочного выкупа, так и *несколько*.

---

<sup>9</sup> Ст. 27.2 закона о рынке ценных бумаг

<sup>10</sup> Ст. 27.3 закона о рынке ценных бумаг

<sup>11</sup> Ст. 27.4 закона о рынке ценных бумаг

## §2. Регулятивные аспекты эмиссии облигаций

По определению, данному в законе о рынке ценных бумаг, *эмиссия ценных бумаг – это установленная законом последовательность действий эмитента по размещению эмиссионных ценных бумаг*<sup>12</sup>.

Процедура эмиссии облигаций регламентирована законом о рынке ценных бумаг и принятыми в соответствии данным законом «Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов», утвержденные постановлением ФКЦБ от 19 октября 2001 г. №27 (далее – Стандарты эмиссии облигаций).

П. 1.2. Стандартов эмиссии облигаций выделяет две возможные формы размещения облигаций: путем подписки и путем конвертации.

*Подписка* – это отчуждение облигаций на основании гражданско-правовых договоров, в том числе договоров купли-продажи, мены, соглашения о новации. *Конвертация* – это отчуждение облигаций владельцам размещенных ранее облигаций иного выпуска эмитента с аннулированием (погашением) последних.

Стандарты эмиссии облигаций указывают на следующую последовательность действий эмитента при размещении облигаций путем подписки<sup>13</sup>:

### **1) Принятие решения о размещении облигаций.**

*Решение о размещении облигаций* является основанием для эмиссии облигаций и принимается в акционерном обществе советом директоров (наблюдательным советом), если иное не предусмотрено уставом, а в обществе с ограниченной ответственностью – общим собранием участников.

### **2) Утверждение решения о выпуске.**

*Решение о выпуске* облигаций является документом, в котором официально фиксируются все права владельцев облигаций. Решение о выпуске утвер-

---

<sup>12</sup> Ст. 2 закона о рынке ценных бумаг

<sup>13</sup> П. 2.1 Стандартов эмиссии облигаций

ждается в хозяйственном обществе советом директоров (наблюдательным советом) или иным органом, осуществляющим функции совета директоров.<sup>14</sup>

**3) Подготовка проспекта (в случае, если регистрация выпуска облигаций сопровождается регистрацией проспекта).**

*Проспект облигаций* - официальный юридический документ о выпуске облигаций. В проспекте содержится подробная информация об эмитенте и подробные сведения о выпуске облигаций. Проспект адресуется потенциальным инвесторам для принятия инвестиционного решения. Подготовка и регистрация проспекта обязательны в следующих случаях:

- публичного размещения облигаций,
- размещения облигаций путем закрытой подписки, если число потенциальных владельцев облигаций превышает 500,
- публичного обращения облигаций.

В последнем случае проспект облигаций может быть зарегистрирован непосредственно перед началом публичного обращения, под которым понимается «размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и (или) иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг»<sup>15</sup>.

Проспект облигаций должен быть подписан следующими лицами, которые несут ответственность за полноту и достоверность указанной в проспекте информации<sup>16</sup>:

- 1) лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента,
- 2) главным бухгалтером эмитента,
- 3) аудитором,

---

<sup>14</sup> Ст. 17 закона о рынке ценных бумаг

<sup>15</sup> Ст. 2 закона о рынке ценных бумаг

<sup>16</sup> Ст. 22.1 закона о рынке ценных бумаг

- 4) независимым оценщиком (в случаях, предусмотренных нормативно-правовыми актами ФКЦБ России),
- 5) финансовым консультантом (в случае публичного размещения и (или) обращения облигаций).

Указанные лица при наличии их вины солидарно несут субсидиарную с эмитентом ответственность за убытки, причиненные инвесторам путем включения в проспект облигаций недостоверной или неполной информации.

Изменения, внесенные в закон о рынке ценных бумаг Федеральным законом от 28.12.2002г. №185-ФЗ, ввели новую фигуру на рынке консалтинговых услуг – *финансового консультанта*. В ст. 2 закона о рынке ценных бумаг *финансовый консультант на рынке ценных бумаг* определяется как «юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и (или) дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг».

Финансовый консультант отвечает за достоверность и полноту только той информации, которая им подтверждена. За информацию, подтвержденную аудитором или оценщиком, финансовый консультант ответственности не несет.

Финансовый консультант также подписывает предоставляемый в ФКЦБ России меморандум, содержащий заявление финансового консультанта на рынке ценных бумаг о том, что он не является аффилированным лицом эмитента и соответствует требованиям, установленным нормативными актами ФКЦБ России к финансовым консультантам на рынке ценных бумаг, а также включающий в себя данные о договоре оказания услуг финансового консультанта.

Таким образом, с рынка услуг по подготовке проспекта ценных бумаг, оцениваемого в размере более 50 млн. долл. в год<sup>17</sup>, были вытеснены аудиторские, юридические и консалтинговые организации, которые ранее оказывали подобные услуги.

---

<sup>17</sup> Преженцев П. Это откровенное вымогательство // Коммерсант. – 19.08.2002

#### ***4) Государственная регистрация выпуска облигаций и проспекта.***

Государственную регистрацию выпуска корпоративных облигаций осуществляют ФКЦБ России и ее региональные отделения (выпуски некредитных организаций), а также Банк России и его территориальные учреждения (выпуски кредитных организаций).

Согласно распоряжению ФКЦБ России от 15.11.2001г. №1117-р (с последующими изменениями и дополнениями) ФКЦБ России регистрирует следующие выпуски облигаций некредитных организаций:

а) выпуски облигаций эмитентом согласно Списку эмитентов (Приложение №2 к указанному распоряжению);

б) выпуски облигаций управляющих компаний паевых инвестиционных фондов;

в) выпуск облигаций, размещаемых посредством открытой подписки, если общая номинальная стоимость облигаций превышает 5 млн. руб.;

г) выпуск облигаций, размещаемых посредством закрытой подписки, если общая номинальная стоимость облигаций превышает 20 млн. руб.;

д) выпуск облигаций эмитентов, уставный капитал которых превышает 500 млн. руб.

Все остальные выпуски облигаций некредитных организаций подлежат государственной регистрации в региональных отделениях ФКЦБ России.

Перед подачей документов на государственную регистрацию выпуска облигаций эмитент должен уплатить налог на операции с ценными бумагами в соответствии с Законом РСФСР от 12.12.1991г. № 2023-1 «О налоге на операции с ценными бумагами» в размере 0,8 % от совокупной номинальной стоимости облигационного займа. В случае отказа в регистрации выпуска облигаций сумма налога не возвращается. В настоящее время данный налог подвергается критике со стороны участников фондового рынка. Главными аргументами против данного налога являются:

- В условиях невысоких процентных ставок размер данного налога является значительным, что тормозит развитие рынка корпоративных облигаций.
- Отсутствие гибкости налогообложения. Размер налога не зависит ни от типа облигаций (купонные или дисконтные), ни от срока, на который привлекаются средства.
- Отсутствие экономической обоснованности данного налога приводит к искажению экономических явлений и процессов: практическое отсутствие дисконтных облигаций, выпуск вместо нескольких серий краткосрочных облигаций одного выпуска облигаций с офертами.

#### ***5) Изготовление сертификатов облигаций (в случае их выпуска в документарной форме).***

Изготовление сертификатов облигаций (при документарной форме выпуска без обязательного централизованного хранения) осуществляется на основании договора с полиграфическим предприятием, имеющим лицензию на производство бланков ценных бумаг, выданную Минфином России. Кроме того, бланки облигаций на предъявителя должны быть зарегистрированы в органах внутренних дел.

Изготовление глобального сертификата для выпуска облигаций, предусматривающее обязательное централизованное хранение, достаточно просто и может быть осуществлено непосредственно самим эмитентом или его финансовым консультантом.

#### ***6) Подписка на облигации.***

При осуществлении размещения облигаций эмитент вправе разместить меньшее число облигаций, чем указано в решении о выпуске. Эмитент вправе установить в решении о выпуске долю облигаций, при неразмещении которой



выпуск может быть признан несостоявшимся. При этом указанная доля не может быть ниже 75%.<sup>18</sup>

Подписка на облигации должна быть осуществлена в течение одного года с даты государственной регистрации выпуска.<sup>19</sup>

### ***7) Регистрация отчета об итогах выпуска.***

Не позднее 30 дней после окончания размещения облигаций в регистрирующий орган должен быть представлен отчет о размещении облигаций.<sup>20</sup>

Обращение облигаций разрешено только после регистрации отчета об итогах выпуска. Все сделки с облигациями до регистрации отчета об итогах выпуска являются ничтожными.

Таким образом, в России существует детальная регламентация процесса эмиссии облигаций, требующая от специалистов, осуществляющих эмиссию облигаций, специальных знаний и опыта работы. Данные обстоятельства, а также требование об обязательном подписании проспекта облигаций финансовым консультантом в случае публичного размещения и (или) обращения облигаций, приводит к необходимости привлечения финансового консультанта к осуществлению эмиссии облигаций.

---

<sup>18</sup> П. 2.3. Стандартов эмиссии облигаций

<sup>19</sup> Ст. 24 закона о рынке ценных бумаг

<sup>20</sup> Ст. 25 закона о рынке ценных бумаг

### §3. Развитие и текущее состояние российского рынка корпоративных облигаций

Рынок корпоративных облигаций имеет пока короткую историю, но можно выделить несколько этапов его развития:

- 1) Эмиссия и обращение облигаций РАО «Высокоскоростные магистрали» (1994-1999 гг.).
- 2) Этап становления рынка корпоративных облигаций на ММВБ (июнь 1999 г. – 2000 г.).
- 3) Этап развития рынка корпоративных облигаций на ММВБ, РТС и СПВБ (2001 г. – по настоящее время)

До июня 1999 г. российский рынок корпоративных облигаций был наиболее слабо развитым сегментом российского рынка ценных бумаг. В этот период имели место случаи эмиссии небольших по объему корпоративных облигаций, которые обращались исключительно во внебиржевом обороте. Кризисное состояние экономики, высокий уровень инфляции, заведомо высокие ставки доходности государственных ценных бумаг делали нецелесообразным заимствование путем эмиссии корпоративных облигаций. Кроме того, законодательство о налогах и сборах не разрешало эмитенту включать в себестоимость процентные расходы по облигациям. При существующих в то время ставок налога на прибыль 35 и 43 % данная норма увеличивала стоимость заимствования соответственно в 1,35 и 1,43 раза.

В это время осуществляется эмиссия облигаций РАО «Высокоскоростные магистрали» для финансирования строительства первой в России высокоскоростной пассажирской железнодорожной магистрали «Санкт-Петербург – Москва». Облигации РАО «Высокоскоростные магистрали» имели определенные отличия от всех других корпоративных облигаций. Правительство Российской Федерации выступило гарантом по данному облигационному займу, статус об-

лигаций РАО «Высокоскоростные магистрали» был приравнен к статусу государственных ценных бумаг: они обращались вместе с ГКО-ОФЗ, функции платежного агента выполнял Банк России, размер купонного дохода привязывался к доходности ГКО, налогообложение доходов по данным облигациям было аналогично налогообложению доходов по государственным ценным бумагам.

Летом 1999 г. были осуществлены эмиссии корпоративных облигаций ОАО «Газпром», ОАО «Лукойл», ОАО «Тюменская нефтяная компания». Толчком к развитию российского рынка корпоративных облигаций явились следующие два обстоятельства:

1. Постановлением Правительства Российской Федерации от 26.07.1999г. № 696 были внесены дополнения в «Положение о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и о порядке формирования финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли». Согласно данным изменениям, эмитент получил право включать в себестоимость проценты по облигациям, которые обращались через организаторов торговли на рынке ценных бумаг.
2. В соответствии с Положением Банка России от 23.03.1999г. №368-П «Об особенностях проведения сделок нерезидентов с ценными бумагами российских эмитентов, выраженными в валюте Российской Федерации и проведении конверсионных сделок» и инструкцией Банка России от 23.03.1999 г. № 79-И «О специальных счетах нерезидентов типа «С» временно «замороженные» средства нерезидентов в рублях на специальных банковские счетах типа «С» было разрешено инвестировать в корпоративные облигации, включенные в котировальные листы организаторов торговли и допущенных к размещению у таких организаторов торговли. На первом этапе развития рынка корпоративных облигаций

данные средства нерезидентов формировали основной спрос на корпоративные облигации.

Привлекательность корпоративных облигаций была повышена использованием механизма безотзывной оферты на выкуп облигаций эмитентом. Первым эмиссию облигаций с офертой осуществил Внешторгбанк, который в мае 2000 г. выпустил двухлетние облигации, но обязался раз в квартал выставлять безотзывную оферту на выкуп данных облигаций<sup>21</sup>. В дальнейшем практически все корпоративные облигации предусматривали оферту на досрочный выкуп.

Третий этап развития рынка корпоративных облигаций (2001 г. – по настоящее время) характеризуется ростом вторичного рынка корпоративных облигаций и повышения их ликвидности. Основные торговые площадки, на которых происходит обращение корпоративных облигаций являются Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ), Российская торговая система (РТС), Санкт-Петербургская валютная биржа (СПВБ). В Таблице 1.1 представлена характеристика вторичного биржевого рынка корпоративных облигаций на ММВБ, РТС, СПВБ.

**Таблица 1.1. Биржевой вторичный рынок корпоративных облигаций<sup>22</sup>**

Показатель	Период			
	1999	2000	2001	11 мес. 2002
	ММВБ			
Объем торгов, млн. руб.	115,2	3 991,4	23 399,2	60 402,2
Доля ММВБ, %	100,00	99,99	97,73	97,70
Количество сделок, шт.	312	1 178	8 126	24 604
	РТС			
Объем торгов, млн. руб.	-	0,4	213,7	1 197,8
Доля РТС, %	-	0,01	0,89	1,94
Количество сделок, шт.	-	11	128	287

<sup>21</sup> Мязина Е. Оферты уходят в прошлое // Ведомости. – 12.02.2003

<sup>22</sup> Рассчитано на основе данных ежемесячных информационно-аналитических бюллетеней «Корпоративные и банковские облигации», [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru)

**продолжение Таблицы 1.1**

	СПВБ			
Объем торгов, млн. руб.	-	-	301,7	223,6
Доля СПВБ, %	-	-	1,26	0,36
Количество сделок, шт.	-	-	234	230
	ММВБ+РТС+СПВБ			
Объем торгов, млн. руб.	115,2	3 991,8	23 941,6	61 823,6
Количество сделок, шт.	312	1 189	8 488	25 121

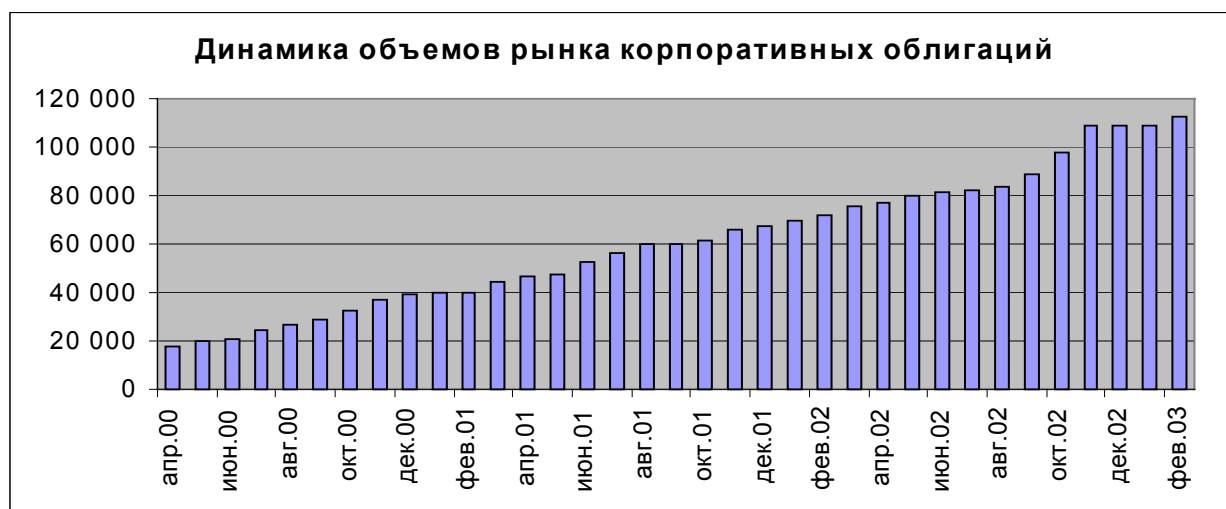
Как видно из Таблицы 1.1, общий объем торгов значительно увеличился в 2001 г. по сравнению с 2000 г. (с 3 991,8 до 23 941,6 до млн. руб., или в 6,0 раза), а количество сделок – в 7,1 раза (с 1 189 до 8 488 шт.). Практически весь объем торговли приходится на ММВБ (около 98 %).

ММВБ также занимает лидирующие позиции и в организации первичного размещения корпоративных облигаций. По данным, приводимым на сайте ММВБ [www.micex.ru](http://www.micex.ru) на данной торговой площадке происходит размещение около 80% всех выпусков облигаций.

На основе данных, приведенных в Приложениях 1, 2 и 3, можно сделать вывод о наличии сезонных колебаний активности рынка корпоративных облигаций. Пик данной активности приходится на летние месяцы, а спад – на зимние. Таким образом, можно сделать практический вывод о предпочтительности размещения облигаций на фондовой бирже в летние месяцы.

Другим показателем степени развития рынка корпоративных облигаций является объем рынка – совокупная номинальная стоимость всех непогашенных облигаций. Динамика данного показателя представлена на следующей диаграмме:

Диаграмма 1.1. Динамика объемов рынка корпоративных облигаций, млн. руб<sup>23</sup>.



Из Диаграммы 1.1 видно, что за 3 года (2000 – 2003 гг.) объем рынка корпоративных облигаций увеличился в 6 раз. На конец февраля 2003 г. объем рынка корпоративных облигаций составил 112,6 млрд. руб.

Тем не менее, объем российского рынка ценных бумаг в настоящее время достаточно низок. Если сравнивать объем рынка с объемом ВВП, то объем рынка составит около 1 % от ВВП. В большинстве стран с развитыми финансовыми рынками объем рынка корпоративных облигаций составляет не менее 10% ВВП, и может достигать 70-80% ВВП (Дания, США, Исландия)<sup>24</sup>.

При сравнении российского рынка корпоративных рынками стран Восточной Европы также можно сделать вывод о недостаточном уровне развития российского рынка. Данные о размерах данных рынков в ряде стран Восточной Европы приведены в Таблице 1.2:

<sup>23</sup> По данным <http://www.cbonds.ru>

<sup>24</sup> Там же

**Таблица 1.2. Биржевой вторичный рынок корпоративных облигаций в 2002г.<sup>25</sup>**

<b>Страна</b>	<b>Объем рынка (% от ВВП)</b>
Литва	0,86
Словакия	0,90
Латвия	1,02
Венгрия	1,30
Польша	1,80
Чехия	2,90
Эстония	3,90

По данным, приводимым генеральным директором проекта Cbonds.ru, задачей которого является раскрытие информации о рынках облигаций, С. Лялина<sup>26</sup>, на конец февраля 2002 года, на предприятия нефтяной и газовой промышленности приходится 49% всех выпусков корпоративных облигаций, добывающую и металлургическую промышленность – соответственно 6% и 5%, то есть на экспортно-ориентированные и сырьевые отрасли приходилось 60% выпусков облигаций. На финансовые компании и банки приходилось 21% выпусков корпоративных облигаций, а предприятия телекоммуникационной индустрии, машиностроения, транспорта, строительства и пищевой промышленности – соответственно – 8%, 3%, 1%, 1% и 4% (см. Приложение 4).

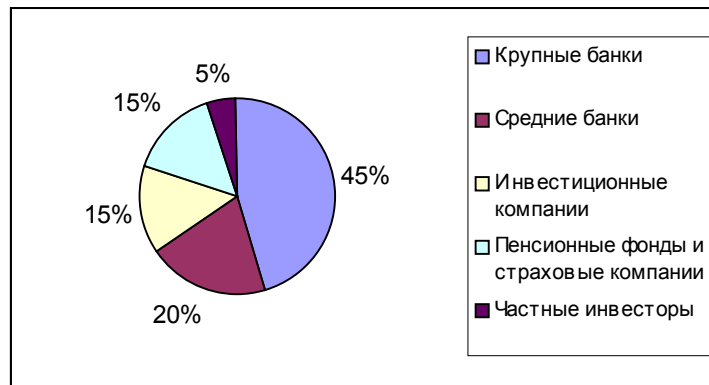
Основную часть инвесторов на рынке корпоративных облигаций составляют крупные и средние банки. Доля банков на рынке составляет около 65%, инвестиционные компании занимают примерно 15% рынка, остальную часть рынка занимают физические лица, пенсионные и паевые фонды, а также страховые компании (см. Диаграмму 1.2).

---

<sup>25</sup> По данным <http://www.cbonds.ru>

<sup>26</sup> Лялин С. Основные тенденции в развитии рынка корпоративных облигаций. - Рынок ценных бумаг, 2002, №7 (214), с. 62

Диаграмма 1.2. Распределение инвесторов на рынке корпоративных облигаций<sup>27</sup>



Таким образом, на рынке корпоративных облигаций наблюдается значительный рост, основными эмитентами облигаций выступают экспортно-ориентированные предприятия и финансовые организации, основными инвесторами являются коммерческие банки, фондовая биржа ММВБ занимает лидирующие позиции на первичном и вторичном рынках.

---

<sup>27</sup> Амосов С. Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат? // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 12 (219). – С. 39



## Глава 2. Методика определения параметров облигационного займа

### §1. Основные параметры облигационного займа

Одним из самых важных вопросов, которые должны быть решены эмитентом или его финансовым консультантом при эмиссии облигаций, является определение основных параметров облигационного займа.

Основой для определения параметров облигационного займа должен служить анализ выпусков облигаций, которые существуют в данный момент на рынке. Результатом данного анализа должно являться определение типовых параметров облигационного займа.

В Приложении 5 приведены параметры реальных выпусков облигаций промышленных предприятий, которые были размещены в 2002-2003 гг. На основе указанных данных можно составить **типовые параметры облигационного займа**:

1. **Форма облигаций** – документарные на предъявителя с обязательным централизованным хранением глобального сертификата.
2. **Тип облигаций** – процентные.
3. **Валюта** – российский рубль без применения валютной или инфляционной индикации.
4. **Номинал** – 1 000 рублей.
5. **Объем займа** – 300-3000 млн. рублей.
6. **Цена размещения** – равна или близка к 100 % от номинала.
7. **Срок размещения** – от нескольких дней до 1 года.
8. **Конвертируемость** – отсутствует.
9. **Срок обращения** – 12-72 мес.
10. **Периодичность выплаты купона** – ежеквартально или раз в полгода.
11. **Ставка купона** – 16-20% годовых.

12. **Досрочный выкуп** – через 6-12 мес. по цене равной или близкой к 100% от номинала.
13. **Обеспечение** – поручительство третьего лица либо отсутствие обеспечения.
14. **Тип размещения** – публичное (открытая подписка).
15. **Порядок размещения** – режим переговорных сделок, аукцион по определению цены размещения и аукцион по определению купонной ставки.
16. **Порядок учета прав** – в расчетном депозитарии.

Учитывая данные типовые параметры облигационного займа, основные параметры в целях конструирования облигаций могут быть условно разделены на две группы: на фиксированные параметры, которые целесообразно использовать для любых выпусков облигаций, и на переменные параметры, значения которых определяется на основании конкретной ситуации эмитента.

К **фиксированным параметрам** облигационного займа можно отнести:

**1. Тип облигаций.** Облигации в зависимости от типа могут являться процентными (купонными) или дисконтными.

Выпуск дисконтных облигаций для привлечения финансирования российскими предприятиями в настоящее время нецелесообразен по следующим причинам:

- предприятие при эмиссии дисконтных облигаций вынуждено платить больший размер налога на операции с ценными бумагами, чем при эмиссии купонных облигаций;
- дюрация (показатель, который характеризует величину процентного риска по облигациям) дисконтных облигаций выше, чем дюрация купонных облигаций;

- так как облигации, как правило, выпускаются на длительный срок, то в покупке дисконтных облигаций не будут заинтересованы инвесторы, целью которых является получение текущего дохода.

Таким образом, целесообразно выпускать только **купонные облигации**.

**2. Валюта облигаций.** Номинал облигации и купонные платежи по ней могут быть выражены как в национальной, так и иностранной валюте. Возможен выпуск также валютно-индексируемых или инфляционно-индексируемых облигаций.

Выпуск предприятиями валютных или индексируемых облигаций для привлечения финансирования в условиях стабильности курса российского рубля и умеренной инфляции в России нецелесообразен. Соответственно, в качестве валюты облигаций необходимо использовать **российский рубль**.

**3. Форма облигаций.** Возможны следующие формы облигаций: именная бездокументарная, предъявительская документарная без обязательного централизованного хранения сертификатов и предъявительская документарная с обязательным централизованным хранением глобального сертификата.

В настоящее время в России практически все выпуски облигаций осуществляются в документарной форме с обязательным централизованным хранением. Преимуществами выпуска облигаций в данной форме по сравнению с другими являются:

- не требуется обращаться к услугам регистратора для учета прав на ценные бумаги (следовательно, отпадает необходимость нести дополнительные расходы);
- печатается только один сертификат, который удостоверяет права на весь выпуск облигаций;
- нет необходимости проверять подлинность облигаций, так как единственный сертификат не выдается на руки владельцам облигаций, а права на ценные бумаги удостоверяются записями по счетам депо.

Соответственно, корпоративные облигации целесообразно **выпускать на предъявителя в документарной форме с обязательным централизованным хранением глобального сертификата.**

**4. Конвертируемость.** Решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность их конвертации в другие выпуски облигаций либо в обыкновенные или привилегированные акции. Поскольку конвертируемые облигации предоставляют дополнительные права, они более привлекательны для инвесторов.

Для российских предприятий выпуск конвертируемых облигаций в перспективе может представлять значительный интерес, поскольку это позволяет использовать положительные стороны как долевого, так и долгового финансирования. Подавляющее большинство участников фондового рынка убеждены в долгосрочной тенденции роста цен российских акций. Однако риски, связанные с инвестированием в акции, неприемлемы для большинства инвесторов. Выпуск конвертируемых облигаций позволяет избежать этих рисков.

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

Учитывая, что выпуск конвертируемых облигаций в российской практике не получил распространения, целесообразно **выпускать неконвертируемые облигации.**

**5. Номинальная стоимость одной облигации** – сумма основного долга по одной облигаций. Номинальная стоимость одной облигации определяет минимальную величину инвестирования.

Стандартная в России номинальная стоимость одной облигации – **1 000 рублей**.

**6. Порядок учета прав на облигации.** Права на облигации при именной бездокументарной форме выпуска могут учитываться в реестре владельцев именных ценных бумаг как самим эмитентом, так и специальной организацией – регистратором; также при данной форме облигаций возможна передача функций регистратора депозитарию. При выпуске облигаций в предъявительской документарной форме без обязательного централизованного хранения права на облигации не учитываются централизованно, факт владения облигацией устанавливается предъявлением сертификата облигации.

При выпуске облигаций в предъявительской документарной форме с обязательным централизованным хранением права на облигации учитываются в **расчетном депозитарии**, в котором хранится глобальный сертификат.

**7. Цена размещения** может устанавливаться в фиксированной форме, а также вместо цены размещения может устанавливаться порядок ее определения.

Основные параметры облигационного займа, разработанные в соответствии с методикой определения параметров облигационного займа, позволяет установить цену размещения облигаций в размере **100% от номинала**. В этом случае, у предприятия не возникает ни недостатка, ни избытка денежных средств на финансирование реализации инвестиционного проекта.

**8. Тип размещения облигаций.** Облигации могут предусматривать как публичное размещение (открытую подписку), так и частное (закрытую подписку).

К **переменным параметрам** облигационного займа можно отнести:

**1. Объем облигационного займа** – номинальная стоимость всего выпуска облигаций. При условии размещения облигаций в размере 100 % от номинальной стоимости в распоряжение эмитента поступят денежные средства, равные объему облигационного займа.

**2. Срок обращения облигаций** – срок, в течение которого будут совершаться сделки с облигациями. Срок обращения облигаций можно определить как период между двумя датами: датой начала размещения и датой погашения облигаций.

**3. Купонная ставка.** Облигации могут иметь как фиксированную ставку купона, так и переменную.

**4. Периодичность выплаты купона.** Купон по облигации выплачивается, как правило, через равные промежутки времени (ежемесячно, ежеквартально, раз в полгода и др.). Примеры установления неравных промежутков времени выплаты купона в российской практике существуют, но являются достаточно редкими. В целях соблюдения требования стандартности облигаций как вида ценной бумаги в методике определения параметров облигационного займа такие облигации не рассматриваются.

**5. Количество облигаций** определяется на основании объема облигационного займа и номинальной стоимости одной облигации.

**6. Срок размещения** определяет период времени, в течение которого эмитент вправе размещать облигации. Срок размещения можно определить как период времени между датой начала размещения и датой окончания размещения.

**7. Право досрочного предъявления к выкупу.** Для повышения привлекательности облигаций возможно предоставление инвесторам права предъявления облигаций к досрочному выкупу путем выставления безотзывной оферты с предложением эмитента купить облигации через определенный срок по определенной цене. Соответственно, при конструировании облигаций необходимо определить наличие или отсутствие данного права, а при его наличии – срок, через который будет осуществляться досрочный выкуп, и цену выкупа.

**8. Наличие обеспечения и его форма.** При конструировании облигационного займа определяется, существует ли необходимость в предоставлении обеспечения по займу, а также определяется форма данного обеспечения: залог, поручительство, банковская гарантия, государственная или муниципальная гарантия.

**9. Порядок размещения** – режим переговорных сделок, аукцион по определению цены размещения и аукцион по определению купонной ставки.

## §2. Облигационные индексы как основа определения параметров облигационного займа

Одним из самых важных вопросов, который необходимо решить при эмиссии корпоративных облигаций, является определение стоимости заемных ресурсов для предприятия. Поскольку облигационный заем используется с целью привлечения денежных средств у широкого круга инвесторов, то для определения стоимости займа необходимо руководствоваться, в первую очередь, рыночными показателями. Такими показателями могут служить специально сконструированные облигационные индексы.

В настоящее время наиболее известными облигационными индексом является индекс корпоративных облигаций «RUX-Cbonds», разработанный Индексным агентством «РТС-Интерфакс» и компанией Cbonds.ru. Значения данного индекса регулярно публикуются на сайте РТС [www.rts.ru](http://www.rts.ru). Однако данный индекс предназначен для инвесторов и отражает рост стоимости портфеля определенных облигаций. Эмитента облигаций интересуют, прежде всего, индексы, отражающие доходность корпоративных облигаций.

Примером индексов, построенных на основе доходности корпоративных облигаций, могут служить облигационные индексы ИК «Регион», которые публикуются на сайте компании [www.regnm.ru](http://www.regnm.ru). Данные индексы рассчитываются как средняя доходность к погашению (или к исполнению оферты) облигаций с определенными сроками погашения, взвешенные по объему выпуска в обращении. Назначением данных индексов, как и индекса корпоративных облигаций «RUX-Cbonds», также, прежде всего, является оценка существующей доходности для инвесторов на рынке корпоративных облигаций. Другим недостатком при использовании индексов ИК «Регион» при разработке параметров облигаций является то, что данные индексы не учитывают различия в кредитном рейтинге эмитентов.



Поэтому, по моему мнению, должны быть созданы специальные облигационные индексы, которые бы использовались при конструировании облигационного займа.

При разработке методики расчета облигационных индексов, в первую очередь, необходимо установить порядок определения кредитного рейтинга эмитента корпоративных облигаций.

**Кредитный рейтинг** представляет собой независимое заключение о будущей способности и юридических обязательствах эмитента произвести выплаты основного долга и процента по долговой ценной бумаге, полностью и в срок. Кредитные рейтинги выставляют национальные и международные рейтинговые агентства.

Использование международных рейтингов, присваиваемых международными рейтинговыми агентствами, для разработки облигационных индексов не представляется возможным ввиду ограниченности количества компаний, имеющих данные рейтинги. В России национальные рейтинги (рэнкинги) выставляют сайты [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru), [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru), банк «Зенит», журналы «Компания», «Эксперт» и другие.

В качестве основы построения облигационных индексов мною выбран рейтинг надежности эмитентов долговых инструментов, разработанный Системой комплексного раскрытия информации СКРИН.ру, поскольку сайт [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru) представляет достаточно оперативную информацию об основных эмитентах на рынке.

В рейтинге надежности эмитентов долговых инструментов СКРИН.ру выделены 6 групп надежности (состав эмитентов см. в Приложении б):

Высшая надежность	A+
Очень высокая надежность	A
Высокая надежность	B+
Достаточная надежность	B
Средняя надежность	C+
Надежность ниже среднего	C

Учитывая незначительное количество эмитентов в некоторых группах надежности, представленные 6 групп эмитентов предлагается укрупнить в 3 группы: А (А и А+), В (В и В+), С (С и С+). По каждой из 3-х групп необходимо рассчитать свой облигационный индекс.

### Методика расчета облигационных индексов

1. Формула расчета облигационного индекса:

$$I_{A,B,C,O} = \sum_{i=1}^n Y(i,t) * W(i)$$

Где:

$I_{A,B,C}$  – облигационный индекс по группе А, В, С соответственно;

$I_O$  – общий облигационный индекс по всем 3-м группам;

$n$  – количество облигационных займов в соответствующей группе надежности;

$Y(i,t)$  – доходность к погашению или оферте  $i$ -той облигации в момент времени  $t$ , процентов годовых;

$W(i)$  – вес облигационного займа  $i$ -того эмитента.

$$Y(i,t) = \frac{Q(i,t) + (N(i) - P(i,t) - НКД(i,t))}{P(i,t) + НКД(i,t)} * \frac{365}{T(i,t)} * 100\%$$

Где:

$Q(i,t)$  – предстоящие купонные выплаты по  $i$ -той облигации в момент времени  $t$  до погашения или оферты, руб.;

$N(i)$  – номинальная стоимость  $i$ -той облигации или цена ее выкупа, установленная офертой, руб.;

$P(i,t)$  – цена последней сделки с  $i$ -той облигацией в момент времени  $t$ , руб.;

$НКД(i,t)$  – накопленный купонный доход по  $i$ -той облигации в момент времени  $t$ , руб.;

$T(i,t)$  – срок до погашения или оферты по  $i$ -той облигации в момент времени  $t$ , дней.

$$W(i) = \frac{V(i)}{\sum_{i=1}^n V(i)}$$

Где:

$V(i)$  – объем находящихся в обращении  $i$ -тых облигаций.

2. Выделение облигаций для последующего формирования индексных списков:

2.1. Первоначально рассматриваются все корпоративные облигации, которые имеют рыночные котировки на ММВБ, РТС, СПВБ.

2.2. Из множества облигаций, полученного в пункте 2.1. исключаются облигации, эмитенты которых не имеют рейтинга надежности эмитентов долговых ценных СКРИН.ру.

2.3. Из множества облигаций, полученного в пункте 2.2. исключаются облигации с валютной оговоркой, а также облигации, доходность к погашению (или к оферте) которых не может быть подсчитана корректно вследствие наличия переменного купона.

2.4. Из множества облигаций, полученных в пункте 2.3. исключаются облигации, общая номинальная стоимость которых составляет менее 300 млн. руб.

2.5. Из множества облигаций, полученных в пункте 2.4. исключаются облигации со сроком до погашения (оферты) менее 6 месяцев или более 24 месяцев.

3. Формирование индексных списков:

3.1. Облигации, полученные в предыдущем пункте разделяются на три группы согласно рейтингу надежности эмитентов долговых ценных бумаг СКРИН.ру.

3.2. Из полученных в пункте 3.1. групп формируются 3 индексных списка (А, В и С).

4. Пересмотр состава индексных списков осуществляется ежемесячно:

4.1. Из индексных списков исключаются облигационные займы до погашения или оферты которых осталось менее 6 месяцев.

4.2. В индексные списки включаются размещенные облигации, удовлетворяющие требованиям пункта 2.

Учитывая, что в настоящее время при первичном размещении облигаций существует определенная премия в доходности по сравнению со вторичным размещением, необходимо разработать специальный индекс, который бы учитывал эту премию.

### **Методика расчета индекса премии первичного рынка**

1. Формула расчета индекса премии первичного рынка:

$$I_p = \sum_{i=1}^n [Y_p(i, t) - I_{A,B,C}(t, i)] W_p(i)$$

Где:

$I_p$  – индекс премии первичного рынка;

$Y_p(i, t)$  – доходность к погашению или оферте  $i$ -той облигации в момент времени размещения  $t$ , процентов годовых, рассчитанная аналогично  $Y(i, t)$ ;

$I_{A,B,C}(t, i)$  – облигационный индекс А, В или С, соответствующий рейтингу  $i$ -той бумаги в момент времени размещения  $t$ ;

$W_p(i)$  – доля  $i$ -той бумаги в индексном списке, рассчитанная аналогично  $W(i)$ ;

**n** – количество облигационных займов в базе расчета индекса.

## 2. Формирование индексного списка:

2.1. Первоначально рассматриваются все размещенные корпоративные облигации на ММВБ, РТС, СПВБ.

2.2. Затем из полученного множества облигаций исключаются облигации, предусмотренные в пунктах 2.2. – 2.5. Методики расчета облигационных индексов.

2.3. Оставшиеся облигации включаются в индексный список.

## 3. Пересмотр состава индексного списка осуществляется в следующих случаях:

3.1. В случае размещения облигационного займа, удовлетворяющего требованиям пункта 2, данный заем включается в индексный список.

3.2. Исключение облигационных займов из индексного списка осуществляется раз в месяц. Исключаются облигационные займы, с даты размещения которых прошло более года.

### §3. Предлагаемая последовательность действий при определении параметров облигационного займа

1. Определяется стоимость заемных ресурсов по облигационному займу для предприятия:

1.1. Определяется рейтинг предприятия на основании рейтинга надежности эмитентов долговых обязательств СКРИН.ру. В случае отсутствия рейтинга он принимается равным С.

1.2. Определяется значения облигационного индекса, соответствующего рейтингу предприятия, и индекса премии первичного рынка на момент конструирования облигаций.

1.3. Стоимость заемных ресурсов находится как сумма облигационного индекса и индекса премии первичного рынка.

2. Определяется периодичность выплаты купона по облигационному займу. Основным фактором при определении данного параметра является его типичность. Типичной периодичностью выплаты купона по российским облигациям является выплата купона ежеквартально или раз в полгода. Выбор конкретной периодичности выплаты купона может быть осуществлен экспертным путем на основании оценки влияния различных факторов:

- длительность реализации инвестиционного проекта;
- степень сезонного колебания спроса на продукцию предприятия;
- уровень затрат по оплате услуг платежного агента;
- средняя длительность купонного периода на рынке;
- степень нестабильности макроэкономической ситуации в стране.

3. Учитывая, что периодичность выплаты купона влияет на эффективную процентную ставку, купонная ставка по облигациям определяется по следующей формуле:

$$q = m(\sqrt[m]{1+r} - 1) * 100\%$$

Где:

$q$  – годовая ставка купона, в процентах, рассчитанная с точностью до одного знака после запятой;

$m$  – количество купонных выплат в год;

$r$  – стоимость заемных ресурсов, полученная в пункте 1.3, в долях единицы.

4. Определяется срок обращения облигаций:

4.1. На основе бизнес-плана инвестиционного проекта (подробнее смотри §1 Главы 3) определяется срок выхода предприятия на проектную мощность.

4.2. Срок обращения облигаций условно принимается равным сроку выхода предприятия на проектную мощность.

5. Определяется объем облигационного займа, требующийся для финансирования инвестиционного проекта:

5.1. Основой для расчета объема облигационного займа служит необходимость обеспечения неотрицательного планируемого ежемесячного денежного потока по инвестиционному проекту.

5.2. Рассматривается следующее плоское множество:

$$\left\{ \begin{array}{l} X \geq 0, \\ (1 - t - \left[ \frac{n}{m} \right] q) X + (a - d + \sum_{i=1}^n b_i) \geq 0, n = 1, 2, \dots, N - 1, \\ (-t - \frac{N}{m} q) X + (a - d + \sum_{i=1}^N b_i) \geq 0 \end{array} \right.$$

Где:

$X$  – объем облигационного займа, руб.;

$t$  – ставка налога на операции с ценными бумагами в долях единицы;

$n$  – порядковый номер месяца реализации инвестиционного проекта;  
 $m$  – количество месяцев, по прошествии которых выплачивается купон;  
 $[ ]$  – целая часть числа;  
 $q$  –  $m$ -месячная ставка купона в долях единицы;  
 $a$  – объем денежных средств предприятия на начало периода, руб.;  
 $d$  – прочие расходы, связанные с облигационным займом, руб.;  
 $b_i$  – денежный поток по инвестиционному проекту  $i$ -того месяца, руб.;  
 $N$  – срок обращения облигаций, мес.

5.2.1. Если данное множество является пустым, инвестиционный проект при установленном сроке обращения облигаций не может быть реализован. Срок обращения облигаций необходимо последовательно увеличивать на один купонный период, т.е.  $N_{\text{новый}} = N_{\text{старый}} + m$ , до тех пор, пока данное множество перестанет быть пустым.

5.2.2. Если данное множество, несмотря на увеличение срока обращения, остается быть пустым, проект не может быть реализован за счет средств, полученных путем эмиссии облигационного займа.

5.3. Находится минимум функции  $f(X)=X$  на полученном множестве.

5.4. Объем облигационного займа находится как полученный минимум функции, округленный с избытком до ближайшего числа, кратного 10 млн.

6. Определяем количество облигаций путем деления объема облигационного займа на номинальную стоимость одной облигации.

7. Определяется тип размещения облигаций:

7.1. В случае, если потенциальные инвесторы известны заранее, то целесообразно осуществить размещение облигаций по закрытой подписке.

7.2. В противном случае, целесообразно размещение облигаций по открытой подписке.

8. Определяется срок размещения облигаций. Данный параметр определяется экспертным путем на основании учета следующих факторов:



– максимальный срок, в течение которого должно быть осуществлено размещение облигаций в соответствии с законодательством, – 1 год с момента государственной регистрации выпуска облигаций<sup>28</sup>;

– слишком короткий срок размещения может привести к неполному размещению облигационного займа;

– слишком долгий срок размещения в случае неполного размещения облигаций приводит к необходимости ожидать окончания данного срока для регистрации отчета об итогах выпуска. До регистрации отчета об итогах выпуска владельцам облигаций запрещено совершать сделки с данными ценными бумагами, что автоматически приводит к неликвидности облигаций.

9. Определяется, есть ли необходимость в предоставлении обеспечения по облигационному займу. Облигационный заем должен быть обеспечен при выполнении хотя бы одного из следующих условий:

а) объем облигационного займа превышает размер разницы между уставным капиталом эмитента и номинальной стоимостью всех непогашенных облигаций, выпущенных ранее;

б) предприятие существует менее 3 лет;

в) отсутствуют надлежащим образом утвержденные 2 годовых баланса предприятия;

г) предприятие имеет низкий кредитный рейтинг;

д) инвестиционный проект предприятия характеризуется высокой степенью риска;

е) объем облигационного займа составляет более 10-15 % от годового оборота компании.

10. В случае, если в соответствии с пунктом 8 принято решение об использовании обеспечения в конструкции облигационного займа, форма данного обеспечения определяется на основании последовательного анализа возможности различных форм обеспечения, начиная с наиболее оптимального:

---

<sup>28</sup> Абз. 5 ст. 24 закона о рынке ценных бумаг.

10.1. Рассматривается возможность использования государственной или муниципальной гарантии в качестве обеспечения облигационного займа. Данный вид обеспечения может быть предоставлен в случае реализации инвестиционного проекта, имеющего важное значение социально-экономическое значение для определенного региона.

10.2. Рассматривается возможность использования залога недвижимости в качестве обеспечения облигаций. Оценивается стоимость объектов недвижимости и степень ее ликвидности.

10.3. Рассматривается возможность использования банковской гарантии в качестве обеспечения облигаций. Недостатком использование банковской гарантии является ее высокая стоимость, что значительно удорожает стоимость заемных средств.

10.4. Рассматривается возможность использования залога акций собственниками предприятия в качестве обеспечения облигаций (в случае, если эмитент является акционерным обществом).

10.5. Рассматривается возможность использования поручительства третьих лиц в качестве обеспечения облигаций. Учитывая, что законодательством не установлены никаких ограничений к имущественному положению поручителя, использование данной формы обеспечения достаточно просто.

11. Определяется содержание права досрочного предъявления к выкупу облигаций:

11.1. Учитывая российскую практику, предоставления права досрочного предъявления к выкупу облигаций необходимо в случае, если срок обращения облигаций превышает 18 месяцев.

11.2. Поскольку настоящая методика предполагает размещение облигаций по цене 100 % от номинала и установление купонной ставки на основании рыночной доходности к погашению или оферте облигаций, то це-

на досрочного выкупа должна быть установлена также в размере 100 % от номинала.

11.3. Срок, через который инвесторы получают право на осуществление досрочного выкупа, должен приходиться на конец одного из купонных периодов. Учитывая российскую практику, данный срок должен быть установлен в пределах 6-12 месяцев.

12. Рассматриваются вопросы андеррайтинга и вторичного обращения облигаций.

## §4. Андеррайтинг и организация вторичного рынка облигаций

Вопросы андеррайтинга и организации вторичного обращения облигаций должны быть решены до размещения облигаций и являются частью конструкции облигационного займа.

В практике западных стран под **андеррайтингом** понимается *покупка или гарантирование покупки ценных бумаг при их первичном размещении для продажи публике*. Существует две основные формы андеррайтинга:

1. *Андеррайтинг «на базе твердых обязательств»*. В этом андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам.
2. *Андеррайтинг «на базе лучших усилий»*. В этом случае андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспроданной части эмиссии.

В российских нормативных актах термин «андеррайтинг» не определен. Вместо него используется термин «оказание услуг по размещению эмиссионных ценных бумаг». Данные услуги могут оказывать лица, имеющие лицензию профессионального участника на осуществление брокерской деятельности, кроме финансового консультанта эмитента.

Законодательных ограничений на использовании андеррайтинга «на базе лучших усилий» в российских условиях не существует. В то же время, возможность использования андеррайтинга «на базе твердых обязательств» ограничена. Согласно пункту 5.5 Правил осуществления брокерской и дилерской деятельности профессиональный участник рынка ценных бумаг, оказывающий услуги по размещению ценных бумаг, вправе приобретать за свой счет неразмещенные в срок, предусмотренный договором, ценные бумаги при соблюдении следующих условий:

- размещение ценных бумаг осуществляется путем открытой подписки на торгах, проводимых организатором торговли на рынке ценных бумаг;

- размещена доля ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска), предусмотренная договором между профессиональным участником и эмитентом, которая не должна быть менее 75% ценных бумаг выпуска (дополнительного выпуска);
- приобретение ценных бумаг профессиональным участником осуществляется по цене не ниже средневзвешенной цены, сформированной при их размещении.

После размещения облигаций и регистрации отчета об итогах их выпуска, необходимо обеспечить ликвидный вторичный рынок по данным облигациям. Именно наличие ликвидного вторичного рынка создает преимущества выпуска облигаций как инструмента привлечения инвестиций по сравнению с обычным займом.

Организация ликвидного рынка облигаций возможна путем допуска облигаций к обращению на торгах у организатора торговли. В Таблицах 2.1 и 2.2 представлены требования, предъявляемые двумя крупнейшими фондовыми биржами России – ММВБ и РТС (данные требования основаны на требованиях ФКЦБ России), для включения облигаций в котировальные листы:

**Таблица 2.1. Листинг облигаций на ММВБ**

Показатель	Котировальный лист		
	А 1 уровня	А 2 уровня	Б
Стоимость чистых активов, млн. руб.	500	50	-
Рыночная стоимость облигаций, млн. руб.	30	30	-
Срок осуществления деятельности, лет	3	1	-
Безубыточность баланса в течение любых 2 лет из 3 последних	+	+	-
Средняя сумма сделок за мес. по итогам последних 6 мес., тыс. руб.*	400	200	100
Соблюдение положений кодекса корпоративного поведения	+	+	-

\* Данное требование не распространяется на эмитентов, акции которых включены в соответствующий котировальный лист

**Таблица 2.2. Листинг облигаций на РТС**

Показатель	Котировальный лист		
	А 1 уровня	А 2 уровня	Б
Стоимость чистых активов (величина собственного капитала для кредитных организаций), млн. руб.	3000 (600)	50 (50)	-
Рыночная стоимость облигаций, млн. руб.	30	30	-
Срок осуществления деятельности, лет	3	1	-
Безубыточность баланса в течение любых 2 лет из 3 последних	+	+	-
Средняя сумма сделок за мес. по итогам последних 6 мес., тыс. руб.	400	200	100*
Среднее количество сделок за мес. по итогам последних 6 мес.	20	-	-
Соблюдение главы 7 (в части раскрытия информации) кодекса корпоративного поведения	+	+	-

\* Данное требование не распространяется при условии включения акций эмитента в котировальный лист

Из Таблиц 2.1 и 2.2 можно сделать следующий вывод: основной проблемой при включении облигаций предприятия в котировальные листы является обеспечение большого объема сделок с облигациями на вторичном рынке, что определяется, главным образом, числом и характером инвесторов. В то же время, предприятие-эмитент может избежать данного требования при условии, что его акции включены в котировальный лист. Таким образом, у предприятий, являющихся акционерными обществами, появляется дополнительный стимул для включения своих акций в листинг.

В соответствии с изменениями, вносимыми постановлением ФКЦБ РФ от 12.02.2003 № 03-11/пс в Положение о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг, утвержденное постановлением ФКЦБ от 4 января 2002 г. № 1-пс, финансовый консультант подписывает заявление эмитента о включении ценных бумаг в листинг, подтверждая достоверность информации, содержащейся в представленных документах, за исключением информации, подтвержденной аудитором.

Более удобным и менее трудоемким является допуск к совершению сделок с облигациями на бирже без включения их в котировальные листы. В этом случае сделки с облигациями возможно производить на бирже, однако биржа не объявляет официальную котировку таких облигаций. Требования для допуска к обращению на бирже ограничиваются лишь соответствием выпуска облигаций требованиям российского законодательства о рынке ценных бумаг (надлежащая регистрация, раскрытие информации).

Так, например, для допуска облигации к торгам на ММВБ без включения в котировальные листы ММВБ необходимо:

- подать официальное заявление о допуске к торгам без включения в котировальные листы ММВБ и соответствующие документы эмитенту данной облигации, или его официальному представителю, или члену Секции фондового рынка ММВБ;
- проведение Биржей экспертизы представленных заявителем документов;
- принятие Дирекцией ММВБ решения о допуске к обращению (торгам облигации без включения в котировальные листы ММВБ);
- получить официальное уведомление о принятом Дирекцией ММВБ решении.

Однако облигации, не включенные в один из котировальных листов организатора торговли, имеют определенные недостатки, к которым можно отнести следующие:

1) Данные облигации в целях налогообложения относятся, как правило, к категории ценных бумаг, не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, что приводит к невозможности уменьшения налогооблагаемой базы по налогу на прибыль или налога на доходы физических лиц от операций с ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке ценных бумаг, на сумму убытка, полученного от операций с данными облигациями. Кроме того, при использовании инвесторами в сделках с облигациями маржинального кре-

дитования, сумма процентов по кредитованию не может быть отнесена на расходы.

2) Существуют определенные ограничения на состав активов инвестиционных и пенсионных фондов, которые приводят к невозможности наличия в составе активов значительных объемов некотируемых ценных бумаг.

3) Наличие некотируемых ценных бумаг в составе активов кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг приводит к ухудшению показателей обязательных нормативов. Соответственно, у данных организаций существуют стимулы к отказу от приобретения некотируемых ценных бумаг.

В российских условиях невысокой степени развития фондового рынка предприятию-эмитенту желательно воспользоваться услугами маркет-мейкера.

**Маркет-мейкер** (дословно: «делатель рынка») – это лицо, осуществляющее котировки курсов покупки и продажи определенных видов ценных бумаг на вторичном рынке. При этом размер спреда между курсом покупки и продажи не может превышать определенного размера, установленного организатором торговли. Маркет-мейкером может быть только лицо, имеющее лицензию профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности.

В российской практике функции маркет-мейкера обычно выполняет андеррайтер облигационного займа.



## Глава 3. Инвестиционный проект как основа привлечения финансирования

### §1. Понятие инвестиционного проекта и бизнес-плана инвестиционного проекта

Понятие «**инвестиционный проект**» употребляется в двух смыслах:

- 1) как дело, деятельность, мероприятие, предполагающее осуществление комплекса каких-либо действий, обеспечивающих достижение определенных целей (получение определенных результатов);
- 2) как система организационно-правовых и расчетно-финансовых документов, необходимых для осуществления каких-либо действий или описывающих такие действия.

В первом значении используется, как правило, «проект», во втором значении – «инвестиционный проект».

Создание и реализация проекта включает следующие этапы:

- формирование инвестиционного замысла (идеи);
- исследование инвестиционных возможностей;
- обоснование инвестиций;
- подготовка контрактной документации;
- подготовка проектной документации;
- строительные-монтажные работы;
- эксплуатация объекта, мониторинг экономических показателей.

Основным документом, описывающим инвестиционный проект, является бизнес-план инвестиционного проекта. Цель разработки бизнес-плана - спланировать эффективную хозяйственную деятельность фирмы на ближайший и отдаленный периоды в соответствии с потребностями рынка и получить для этого необходимые финансовые ресурсы. При разработке бизнес-плана следует учи-

тывать доходы, которые может получить фирма от своей деятельности и расходы, связанные с этой деятельностью. В бизнес-плане присутствуют, как правило, следующие разделы:

- 1) вводная часть;
- 2) общие сведения о предприятии-инициаторе проекта;
- 3) анализ положения дел в отрасли;
- 4) финансово-экономический анализ деятельности предприятия;
- 5) производственный план;
- 6) анализ рынка и план маркетинга;
- 7) организационный план;
- 8) финансовый план.

При разработке параметров облигационного займа большое внимание должно быть уделено денежному потоку от реализации проекта. Денежный поток предприятия представляет собой совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых его хозяйственной деятельностью.

По видам хозяйственной деятельности выделяют следующие виды денежных потоков:

- *денежный поток по операционной деятельности.* Он характеризуется денежными выплатами поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих операционную деятельность: заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другими выплатами, связанными с осуществлением операционного процесса;

- *денежный поток по инвестиционной деятельности.* Он характеризует платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосрочных финансовых инструментов

инвестиционного портфеля и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность предприятия;

- *денежный поток по финансовой деятельности.* Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного или паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

На начальном этапе реализации инвестиционного проекта определяющую роль в денежном притоке играет денежный поток по финансовой деятельности. Поэтому параметры облигационного займа должны, прежде всего, обеспечивать неотрицательную величину денежного потока.

## §2. Оценка эффективности инвестиционного проекта

Для принятия решения о реализации того или иного инвестиционного проекта необходимо оценить его эффективность.

Эффективность инвестиционного проекта – категория, отражающая соответствие проекта целям и интересам его участников. Различают следующие виды эффективности инвестиционного проекта:

- эффективность проекта в целом;
- эффективность участия в проекте.

Эффективность проекта в целом оценивается с целью определения потенциальной привлекательности проекта для возможных участников и поисков источников финансирования. Она включает в себя:

- общественную (социально - экономическую) эффективность проекта;
- коммерческую эффективность проекта.

Показатели общественной эффективности учитывают социально - экономические последствия осуществления проекта для общества в целом, в том числе как непосредственные результаты и затраты проекта, так и внешние: затраты и результаты в смежных секторах экономики, экологические, социальные и иные внеэкономические эффекты.

Показатели коммерческой эффективности проекта учитывают финансовые последствия его осуществления для участника, реализующего проект, в предположении, что он производит все необходимые для реализации проекта затраты и пользуется всеми его результатами.

Показатели эффективности проекта в целом характеризуют с экономической точки зрения технические, технологические и организационные проектные решения.

Эффективность участия в проекте определяется с целью проверки реализуемости проекта и заинтересованности в нем всех его участников. Эффективность участия в проекте включает:

- эффективность участия предприятий в проекте;
- эффективность инвестирования в акции предприятия;
- эффективность участия в проекте структур более высокого уровня по отношению к предприятиям – участникам проекта, в том числе:
  - региональную и народнохозяйственную эффективность – для отдельных регионов и народного хозяйства РФ;
  - отраслевую эффективность – для отдельных отраслей народного хозяйства, финансово-промышленных групп, объединений предприятий и холдинговых структур;
  - бюджетную эффективность проекта (эффективность участия государства в проекте с точки зрения расходов и доходов бюджетов всех уровней).

Оценка эффективности инвестиционного проекта осуществляется, как правило, на основании величины следующих показателей:

- 1) **Чистая приведенная стоимость (Net Present Value, NPV)**. Данный показатель позволяет получить наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования, конечный эффект в абсолютной сумме. Данный показатель рассчитывается как разница между приведенными к настоящей стоимости (путем дисконтирования) сумма денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта и суммой инвестируемых в его реализацию средств. Критерием эффективности инвестиционного проекта является неотрицательность показателя NPV. Показатель NPV может быть рассчитан по следующей формуле:

$$NPV = \sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+i)^k} - I_0,$$

Где:

$CF_k$  – денежный поток в момент времени  $k$ ;

$I_0$  – объем первоначальных инвестиций;

$i$  – ставка дисконтирования;

$n$  – продолжительность реализации инвестиционного проекта.

2) **Внутренняя норма прибыли (Internal Rate of Return, IRR).** Данный показатель характеризует уровень доходности конкретного инвестиционного проекта, выражаемой ставкой дисконтирования, по которой настоящая стоимость денежного потока приводится к стоимости первоначально инвестированных средств. Показатель IRR может быть определен также как ставка дисконтирования, при которой NPV равен нулю, и может быть рассчитан как положительный корень следующего уравнения:

$$\sum_{k=1}^n \frac{CF_k}{(1+i)^k} = I_0$$

3) **Дисконтированный период окупаемости (Pay-Back Period, PB).** Данный показатель характеризует не только эффективность капитальных вложений, но и уровень инвестиционного риска, связанного с ликвидностью. Это связано с тем, что чем длиннее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционного риска. Дисконтированный период окупаемости один из наиболее распространенных показателей для оценки инвестиционных проектов. Недостатками данного метода является то, что он не учитывает те денежные потоки, которые образуются после периода полной окупаемости капитальных вложений. Дисконтированный период окупаемости рассчитывается как срок, через который величина накопленного дисконтированного денежного потока превысит объем первоначальных инвестиций.

4) **Индекс рентабельности (Profitability Index, PI).** Рассчитывается как отношение чистой приведенной стоимости будущего потока денежных средств к сумме первоначальных инвестиций. Инвестиционный проект считается эффективным, если индекс рентабельности превышает единицу.

### §3. Использование специальных программных средств при разработке инвестиционного проекта

Современные программные средства позволяют автоматизировать процесс составления бизнес-плана инвестиционного проекта. Наиболее известными программами, используемыми для этих целей, являются Project Expert 7.0 компании «Про-Инвест ИТ», Альт-Инвест 4.0 компании «АЛЬТ», «Инвестор» компании «ИНЭК».

#### **Project Expert 7.0**

Project Expert – это система поддержки принятия решений, предназначенная для менеджеров, проектирующих финансовую модель нового или действующего предприятия различной отраслевой принадлежности и масштабов. Project Expert позволяет создать динамическую имитационную финансовую модель предприятия путем описания денежных потоков (поступлений и выплат) как событий, происходящих в различные будущие периоды времени.

Программные модули Project Expert, как узкоспециализированные рабочие инструменты, сгруппированы по функциональному назначению в блоки, называемые разделами. Project Expert состоит из следующих разделов:

1. «Проект»;
2. «Компания»;
3. «Окружение»;
4. «Инвестиционный план»;
5. «Операционный план»;
6. «Финансирование»;
7. «Результаты»;
8. «Анализ проекта»;
9. «Актуализация».

Модули в программе Project Expert внешне независимы и доступны практически в любой последовательности, однако они логически взаимосвязаны и отсутствие некоторых исходных данных в одном модуле может блокировать доступ к другому модулю.

Действия пользователя при построении финансовой модели последовательно поддерживаются программными модулями разделов: «Проект», «Компания», «Окружение», «Инвестиционный план». «Операционный план».

Действия, связанные с расчетом потребности в финансировании, а также с разработкой стратегии финансирования, выполняются с помощью программных модулей раздела «Финансирование». Предварительный же расчет потребности осуществляется кнопкой панели инструментов («Расчет») или равноценной командой главного меню «Результаты». Просмотр полученных предварительных результатов поддерживается модулями раздела «Результаты», а просмотр показателей эффективности проекта - модулями раздела «Анализ проекта».

Основные действия, связанные с анализом проекта, поддерживаются программными модулями раздела «Анализ проекта», как и просмотр показателей его эффективности. Основные действия, связанные с контролем за реализацией проекта, поддерживаются программными модулями раздела «Актуализация».

Раздел «Проект» используется первым после открытия или создания проекта для ввода общей информации о проекте, настройки модулей расчета и отображения данных. Раздел имеет шесть модулей: «Заголовок», «Список продуктов», «Текстовое описание», «Отображение данных», «Настройка расчета», «Защита проекта». С помощью диалогов этих модулей пользователь вводит название проекта, срок его реализации, формирует перечень реализуемой продукции, настраивает программу для расчета и отображения результатов, устанавливает защиту от несанкционированного доступа к данным проекта.

В разделе «Компания» вводят данные о финансово-экономическом состоянии предприятия на начало проекта. Раздел имеет четыре модуля: «Стартовый



баланс», «Банк», «Система учета», «Текстовое описание», «Структура компании». На сайте <http://www.pro-invest.com> компании-разработчика пакета, можно ознакомиться с методикой предварительной подготовки исходного бухгалтерского баланса к вводу в этот раздел Project Expert. Обычно это связано с приведением показателей исходного фактического баланса к международным стандартам.

Раздел «Окружение» предназначен для описания финансово-экономической среды, в которой планируется реализация проекта. Раздел имеет пять модулей: «Валюта», «Учетная ставка», «Текстовое описание», «Инфляция», «Налоги». Здесь вводят данные об основной (национальной) и дополнительной (экспортно-импортной) валютах проекта, о ставке рефинансирования, а также об инфляционном и налоговом окружении финансовых операций проекта.

Раздел «Инвестиционный план» имеет четыре модуля: «Календарный план», «Список активов», «Текстовое описание», «Ресурсы». В разделе «Инвестиционный план» описываются инициативные инвестиции и подготовительные работы, связанные с реализацией проекта. При этом последовательность работ отображается методами, широко известными в зарубежной практике управления проектами и оперативном управлении производством (с начала 60-х годов) как методы сетевого планирования и управления. Модуль «Календарный план» предназначен для составления календарного графика начальных капитальных вложений и подготовительных работ. Здесь можно задавать отдельные этапы работ, размеры ресурсов для выполнения этапов, устанавливать взаимосвязи между этапами, формировать активы предприятия, описывать способы и сроки программы.

Раздел «Операционный план» объединяет 6 модулей: «План сбыта», «План производства», «Материалы и комплектующие», «План по персоналу», «Общие издержки», «Текстовое описание». При построении полной финансовой модели пользователь описывает стратегию операционной деятельности, вводит данные

о сбыте произведенной продукции, описывает план продаж и план производства, вводит данные о постоянных и переменных издержках, относимых к периоду производственной деятельности предприятия.

Раздел «Финансирование» имеет 9 модулей: «Акционерный капитал», «Займы», «Лизинг», «Инвестиции», «Другие поступления», «Другие выплаты», «Распределение прибыли», «Льготы по налогу на прибыль», «Текстовое описание». К этому разделу можно приступать только тогда, когда закончен ввод всех данных о поступлениях и затратах (о денежных потоках) в проекте, а также проведен расчет потребности в капитале. После этого можно вводить данные о стратегии формирования капитала проекта, что позволит программно сформировать величину дефицита для дальнейшего выбора схемы финансирования и способа привлечения средств.

Раздел «Результаты» представляет итоговые информационные продукты работы с Project Expert. Здесь формируются, просматриваются и оформляются таблицы, графики, а также входящие в состав бизнес-плана финансовые отчеты, подготовленные в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета. Раздел «Результаты» охватывает 8 модулей: «Прибыли-убытки», «Кэш-фло», «Баланс», «Отчет об использовании прибыли», «Детализация результатов», «Таблица пользователя», «Графики», «Отчет».

Первые четыре модуля обслуживают главные итоговые таблицы, которые концентрируют в себе важнейшую для инвесторов прогнозную информацию, полученную на основе модели, и отражающую состояние денежных средств, активов и пассивов предприятия в процессе реализации проекта:

- Отчет о движении денежных средств;
- Баланс предприятия;
- Отчет о прибылях и убытках;
- Отчет об использовании прибыли.

Раздел «Анализ проекта» имеет 9 модулей: «Финансовые показатели», «Эффективность инвестиций», «Доходы участников», «Анализ чувствительно-

сти», «Анализ безубыточности», «Монте-Карло», «Разнесение издержек», «Доходы подразделений», «Стоимость бизнеса». С помощью этих программных инструментов можно воспользоваться различными аналитическими методами для всестороннего анализа составленного варианта проекта.

Модуль «Анализ чувствительности» предназначен для выяснения диапазонов параметров, при которых показатели эффективности не выходят за пределы приемлемых значений. Анализируется чувствительность показателей эффективности к изменениям значений ряда других факторов. Расчеты основаны на однофакторном методе анализа «что, если».

Модуль «Анализ безубыточности» исследует зависимость затрат и выручки от объема сбыта, сразу же показывая объем сбыта, при котором затраты полностью перекроются доходами от продажи продукции.

Модуль «Монте-Карло» позволяет провести статистический анализ проекта методом Монте-Карло с целью определения степени возможного воздействия случайных факторов на показатели эффективности проекта. Этот модуль предоставляет пользователю еще более мощный, чем анализ чувствительности, и более эффективный статистический метод (часто называемый также методом статистических испытаний и методом математического экспериментирования, возможным только на ЭВМ).

Модуль «Стоимость бизнеса» позволяет рассчитать и графически представить динамику изменения прогнозной стоимости компании (проекта) в пределах горизонта расчета. При этом стоимость бизнеса вычисляется методом дисконтированных дивидендов. Сущность метода состоит в том, что в любой момент времени стоимость предприятия определяется суммой его собственного капитала и выплаченных им дивидендов.

Раздел «Актуализация». В фазе реализации проекта возникает необходимость контроля над его осуществлением. При этом должно соблюдаться равенство планового и фактического шага проекта (наименьший шаг - месяц). В предпроизводственный (инвестиционный) период проекта контролируются по-

казатели: соблюдение сроков работ, объема работ, затрат на выполнение работ. С момента начала производства и сбыта продукции или услуг контролируются показатели: объем продаж, прямые производственные издержки, постоянные издержки, суммы прибыли, график привлечения акционерного капитала, график получения и погашения займов, выплаченные дивиденды, налоговые поступления.

Раздел имеет три модуля: «Актуализация», «Актуализированный кэш-фло», «Рассогласование кэш-фло».

Актуализация данных возможна двумя способами: актуализация Cash Flow и детальная актуализация. Первый способ используется инвесторами, кредиторами или управляющими холдинга, второй — управляющим проектом или предприятием, реализующим проект.

#### **Альт-Инвест 4.0**

С помощью программного продукта «Альт-Инвест» разрабатываются финансовые разделы технико-экономических обоснований и бизнес-планов, сравниваются альтернативные варианты реализации инвестиционных проектов, оптимизируются схемы финансирования и другие условия инвестиций. «Альт-Инвест» используется для обоснования проектов модернизации, технического перевооружения, выпуска новых видов продукции на промышленных предприятиях, инвестиций в сфере строительства, внедрения новых технологий.

В модели введены табличные формы и диаграммы, отражающие детальный расчет бюджетной эффективности отдельно с точки зрения местного и федерального бюджетов. Это особенно актуально для проектов, претендующих на финансовую, организационную или стратегическую поддержку государства.

Более точно рассчитывается прирост потребности в оборотном капитале, в частности, величина незавершенного производства и готовой продукции; предусмотрена возможность задания различных периодов оборота по интервалам планирования.

Навигатор расчетов представляет последовательность ввода и анализа данных и обеспечивает автоматический переход к необходимой таблице. Комментарии по описанию и анализу проектов с использованием «Альт-Инвест» представлены в HELP, автоматически вызываемом из программы.

Методика расчетов, реализованная в программном продукте «Альт-Инвест», соответствует рекомендациям ЮНИДО и других международных организаций. Материалы, разработанные с ее использованием, без замечаний принимались к рассмотрению ЕБРР, US AID, EximBank США.

В последней редакции разработанных Минэкономки РФ «Методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов» примеры оценки проектов выполнены в стандарте табличных форм «Альт-Инвест».

Оставаясь корректной с точки зрения международных стандартов, программа «Альт-Инвест» максимально адаптирована к принятой в России системе бухгалтерского учета и формирования финансовых результатов. Это существенно приближает методику расчета к реалиям российской экономики.

Учет специфики переходной экономики – одна из наиболее сильных сторон программы «Альт-Инвест». Пользователь имеет возможность выполнять расчеты как в постоянных, так и в текущих ценах. Для расчета в текущих ценах предусмотрен специальный блок, позволяющий эксперту моделировать различные варианты развития инфляционных процессов. Расчеты могут проводиться как в моновалютном, так и в двухвалютном режиме, позволяющем учитывать изменение обменного курса твердой валюты на внутреннем рынке.

«Альт-Инвест» содержит блок анализа чувствительности. Самостоятельно выбирая варьируемые показатели, аналитик может оценить степень зависимости эффективности проекта от возможных изменений рыночной конъюнктуры, роста цен на необходимое оборудование и т.д. Руководителю, принимающему решение, такая информация поможет определить зоны риска проекта и предусмотреть соответствующие действия.

«Альт-Инвест» учитывает законодательные особенности осуществления лизинговых операций, позволяет отражать как финансовый, так и оперативный лизинг.

Пользователь «Альт-Инвеста» может произвести расчет эффективности проекта с точки зрения федеральных и муниципальных государственных органов. Это особенно актуально для проектов, претендующих на финансовую, организационную или стратегическую поддержку государства.

В результате работы с программным продуктом «Альт-Инвест» аналитик получает набор стандартных форм финансовой отчетности, а также показателей и коэффициентов, исчерпывающим образом описывающих проект и позволяющих выполнить его качественный анализ.

В частности, модель формирует такие финансовые документы, как проектные *Отчет о прибыли*, *Отчет о движении денежных средств*, *Баланс*. Дополнительно рассчитывается набор финансовых коэффициентов - ликвидности, оборачиваемости, прибыльности продаж и т.д. Таблицы показателей эффективности инвестиций включают простой и дисконтированный сроки окупаемости, внутреннюю норму прибыли и чистую текущую стоимость, максимальную процентную ставку по кредиту, которая может быть выплачена проектом.

Используя открытость модели, пользователь может самостоятельно формировать нестандартные таблицы, построить новые диаграммы, рассчитать любые дополнительные показатели. Результаты расчетов могут быть распечатаны как на русском, так и на английском языке.

«Альт-Инвест» представляет собой комплект взаимосвязанных электронных таблиц в среде пакета Microsoft Excel. Такой способ реализации позволяет эксперту изучить все расчетные формулы, проследить логику формирования результатов из исходных данных, свободно ориентироваться в методике и расчетных таблицах. Все это, безусловно, способствует профессиональному росту пользователей.

## Инвестор

Основное отличие программного продукта «Инвестор» от других программ этой группы, является ориентация на российские стандарты анализа.

Финансовый анализ, будь он российский или международный, имеет общие принципы. Но терминология, формы отчетности и многие другие детали в «Инвесторе» взяты из российской, а не международной практики.

Программа имеет достаточно инструментов финансового анализа, хотя ни один из них нельзя назвать слишком изощренным, есть некоторые оригинальные идеи, помогающие работать. Однако объем исходных данных, используемых для этого анализа, довольно мал.

Достоинства:

- Привязка к российскому законодательству. Нормативы и принципы российского бухучета в явном виде используются на каждом этапе разработки финансового плана. Это позволяет легко ориентироваться при поиске исходных данных - они составляются из производственных планов и принятых стандартов учета.
- Проработанность методики. Методика анализа, предлагаемая программой, обладает свойствами законченности и цельности.

Недостатки:

- Непригодность для работы с иностранными инвесторами.
- Неудобный интерфейс.

## Заключение

В результате проведенного исследования можно констатировать, что облигации в настоящее время являются эффективным средством привлечения финансирования российскими промышленными предприятиями.

Корпоративные облигации могут существенным образом отличаться в зависимости от обеспеченности, способа получения дохода, способа и формы погашения, а также наличия дополнительных прав и обязанностей. Вместе с тем, общей характеристикой различных видов облигаций как долговой ценной бумаги, удостоверяющей отношение займа между инвестором и эмитентом.

В настоящее время рынок корпоративных облигаций является динамично развивающимся рынком. Начиная с 1999 г. наблюдается рост объема выпущенных облигаций и объема торгов облигациями на вторичном рынке. Основными факторами данного роста явились возможность отнесения на расходы в целях налогообложения процентов по облигациям и использование офферт на досрочный выкуп облигаций.

На рынке корпоративных облигаций наблюдается ведущая роль ММВБ, на которую приходится более 90% объема биржевой торговли и более 80% первичных размещений. Соответственно, доли других торговых площадок (в основном РТС и СПВБ) незначительны. Основными эмитентами облигаций выступают предприятия экспортно-ориентированных отраслей и финансовые организации. Основными инвесторами в облигации выступают коммерческие банки.

Изменения 2003 г. в законе о рынке ценных бумаг создали новую фигуру на рынке ценных бумаг – финансового консультанта. С одной стороны, данное нововведение должно улучшить качество эмитируемых облигаций и защиту инвесторов, но, с другой стороны, у эмитента возникают дополнительные затраты на оплату услуг финансового консультанта.



Практическим результатом настоящей дипломной работы является разработка методики определения параметров облигационного займа. На основе анализа фактического материала по выпущенным облигациям промышленных предприятий, определены типовые параметры российских облигационных займов. Данные типовые параметры необходимо учитывать при разработке основных параметров конкретного облигационного займа.

В качестве основы определения параметров облигаций предложено использовать облигационные индексы, которые учитывают как кредитный рейтинг предприятия, так и премию за первичное размещение. В дипломной работе сами данные индексы не рассчитываются, однако приведена методика расчета указанных облигационных индексов, которая может быть использована в практической деятельности.

В качестве структурной основы методики приведена рекомендуемая последовательность действий при определении параметров облигационного займа.

Организацию размещения облигаций и обеспечение ликвидного вторичного рынка можно рассматривать в качестве параметров облигационного займа. Понятие андеррайтинга, используемого в западной практике, значительно отличается от российского понятия данного термина. Если в западной практике андеррайтинг – это, прежде всего, предоставление эмитенту гарантии получения им определенной минимальной суммы от продажи новых ценных бумаг, то в России под андеррайтингом понимается предоставление эмитенту услуг по размещению ценных бумаг.

Преимущества включения облигаций в котировальный лист организатора торговли на рынке ценных бумаг:

- льготы при налогообложении;
- снятие ограничений на котируемость при включении в состав активов инвестиционных и пенсионных фондов;

- положительное влияние на размер обязательных нормативов коммерческих банков, являющихся основными инвесторами.

Основными проблемами развития механизма привлечения инвестиций путем эмиссии облигаций являются:

- несовершенство процедуры эмиссии облигаций;
- высокая ставка налога на операции с ценными бумагами;
- отсутствие широкого круга инвесторов;
- низкая степень ликвидности вторичного рынка облигаций;
- отсутствие публичной кредитной истории у многих предприятий;
- отсутствие общепризнанных ориентиров доходности.

## Список использованной литературы

### Нормативно-правовые акты

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Части первая, вторая и третья // Консультант Плюс
2. Налоговый кодекс Российской Федерации. Части первая и вторая // Консультант Плюс
3. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (в редакции Федеральных законов от 26.11.1998г. № 182-ФЗ, от 08.07.1999г. № 139-ФЗ, от 07.08.2001г. № 121-ФЗ, от 28.12.2002г. № 185-ФЗ) // Консультант Плюс
4. Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (в редакции Федеральных законов от 30.12.2001г. № 196-ФЗ, от 09.12.2002г. № 162-ФЗ) // Консультант Плюс
5. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (в редакции Федеральных законов от 13.06.1996г. № 65-ФЗ, от 24.05.1999г. № 101-ФЗ, от 07.08.2001г. № 120-ФЗ, от 21.03.2002г. № 31-ФЗ, от 31.10.2002г. № 134-ФЗ, от 27.02.2003г. № 29-ФЗ) // Консультант Плюс
6. Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (в редакции Федеральных законов от 11.07.1998г. № 96-ФЗ, от 31.12.1998г. № 193-ФЗ, от 21.03.2002г. № 31-ФЗ) // Консультант Плюс
7. Закон РСФСР от 12 декабря 1991 г. №2023-1 «О налоге на операции с ценными бумагами» (в редакции Федеральных законов от 18.10.1995г. № 158-ФЗ, от 23.03.1998г. № 36-ФЗ, от 30.05.2001г. № 69-ФЗ) // Консультант Плюс

8. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 19 октября 2001 г. № 27 «Об утверждении стандартов эмиссии облигаций и их проспектов» (в редакции Постановлений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11.09.2002г. № 38/пс, от 12.02.2003г. № 03-11/пс) // Консультант Плюс
9. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 30 апреля 2002 г. № 16/пс «Об эмиссии акций и облигаций, конвертируемых в акции» (в редакции Постановления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 12.02.2003г. № 03-11/пс) // Консультант Плюс
10. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 15 августа 2000 г. № 10 «Об утверждении порядка лицензирования видов профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» (в редакции Постановлений Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 21.03.2001г. № 4, от 18.07.2001г. № 14, от 05.02.2003г. № 03-5/пс, от 12.02.2003г. № 03-11/пс) // Консультант Плюс
11. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 11 октября 1999 г. № 9 «Об утверждении правил осуществления брокерской и дилерской деятельности на рынке ценных бумаг Российской Федерации» (в редакции Постановления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 12.02.2003г. № 03-11/пс) // Консультант Плюс
12. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 января 2002 г. № 1-пс «Об утверждении положения о требованиях, предъявляемых к организаторам торговли на рынке ценных бумаг» (в редакции Постановления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 07.06.2002г. № 18/пс) // Консультант Плюс
13. Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 18 июля 2001 г. № 15 «О нормативах достаточности собственных средств профессиональных участников рынка ценных бумаг» (в редакции По-

становления Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 12.02.2003г. № 03-10/пс) // Консультант Плюс

### **Научные труды**

14. Бернстайн Л. А. Анализ финансовой отчетности. Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 624 с.
15. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. – М.: Олимп–Бизнес, 1997. – 1120 с.
16. Бригхэм Ю. Ф. Энциклопедия финансового менеджмента. Сокр. пер. с англ. – М.: РАГС; Экономика, 1998. – 823 с.
17. Буренин А. Н. Рынок ценных бумаг и производных финансовых инструментов. – М.: Научно–техническое общество имени академика С.И. Вавилова, 2002. – 348 с.
18. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами. Пер. с англ. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 800 с.
19. Виленский П. Л., Лившиц В. Н., Смоляк С. А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика. – М.: Дело, 2001. – 832 с.
20. Галиц Л. Финансовая инженерия. Пер. с англ. – М.: ТВП, 1998. – 576 с.
21. Гитман Л., Джонк М. Основы инвестирования. Пер. с англ. – М.: Дело, 1997.– 1008 с.
22. Ковалев В. В. Введение в финансовый менеджмент. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 768 с.
23. Количественные методы финансового анализа. Под ред. Брауна С. Дж., Крицмена М. П.: Пер. с англ. – М. ИНФРА–М, 1996. – 336 с.
24. Ли Ч. Ф., Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы, практика. Пер. с англ. – М.: Инфра–М, 2000. – 686 с.
25. Маршалл М. Дж., Бансал В. К. Финансовая инженерия. Пер. с английского. – М.: Инфра, 1998. – 784 с.
26. Меликян О. Г., Оралин В. А. Финансовые расчеты и эффективность инвестиций. – М.: ФИД “Деловой экспресс”, 1998. – 120 с.

27. Риск–анализ инвестиционного проекта. Под ред. М.В. Грачевой. – М.: ЮНИТИ–ДАНА, 2001. – 351 с.
28. Росс С. И др. Основы корпоративных финансов. Пер. с англ. – М.: Лаборатория базовых знаний, 2000. – 720 с.
29. Рубцов Б. Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: ФА, 2000. – 312 с.
30. Уотшем Т. Дж., Паррамоу К. Количественные методы в финансах. Пер. с англ. – М.: Финансы, Юнити, 1999. – 527 с.
31. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: Инфра–М, 1997. – 1024 с.

#### **Статьи в периодических изданиях**

32. Амосов С. Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат? // Рынок ценных бумаг. – 2002. – № 12 (219). – С. 39-41
33. Амосов С., Горбунов В. Корпоративные облигации: как представить выпуск инвесторам? // Рынок ценных бумаг. – 2003. – № 6 (237). – С. 28-31
34. Лазорина Е. Особенности налогообложения корпоративных облигаций // Банковское дело в Москве. – 2001. – № 5.– С. 51-52.
35. Лялин С. Тенденции в развитии российских инвестиционных банков // Индикатор. – 2002. – № 4(44). – С. 47-50
36. Мязина Е. Оферты уходят в прошлое // Ведомости. – 12.02.2003
37. Нечаев В. Облигации со встроенной офертой погашения // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 16. – С. 14-19.
38. Новожилов А. Актуальные правовые проблемы выпуска и размещения облигаций // Индикатор. – 2002. – № 4(44). – С. 32-34
39. Преженцев П. Это откровенное вымогательство // Коммерсант. – 19.08.2002
40. Сизов Ю. Вывод предприятий на рынок ценных бумаг // Журнал для акционеров. – 2000. – № 11. – С. 26-28.

41. Суверов С., Третьяков А. Кредитные риски российских корпоративных облигаций // Индикатор. – 2002. – № 4(44). – С. 51
42. Суверов С., Третьяков А. Ценообразование и ликвидность рынка корпоративных облигаций // Рынок ценных бумаг. – 2001. – № 10. – С. 20-21
43. Храпченко Л. Как правильно структурировать облигационный заем // Индикатор. – 2002. – № 4(44). – С. 29-31
44. Шевеленков Г. Индексы фондового рынка // Индикатор. – 2002. - № 1 (41). – С. 24-27

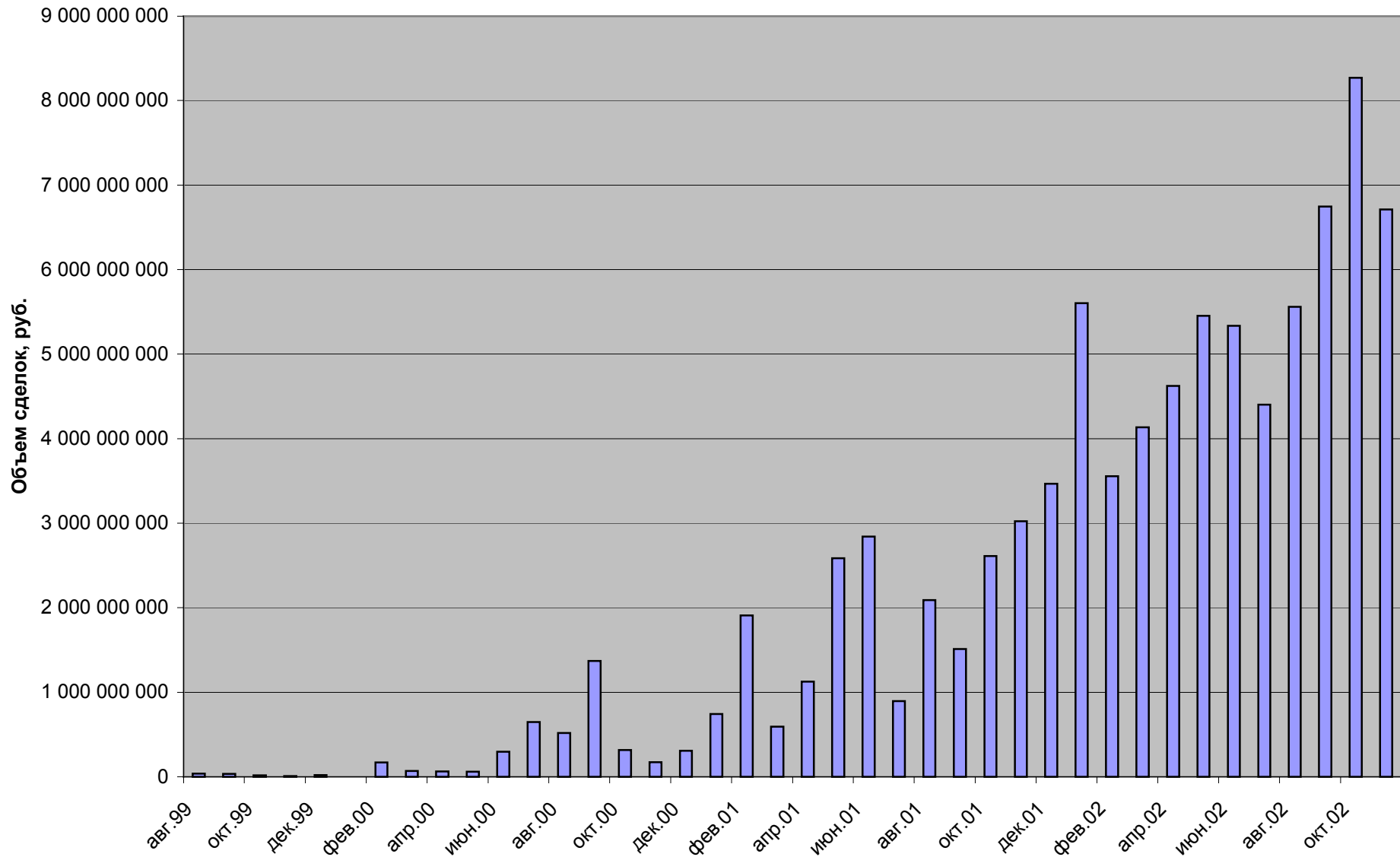
#### **Данные сайтов**

45. <http://pro-invest.com>
46. <http://www.bondex.ru>
47. <http://www.cbonds.ru>
48. <http://www.cbr.ru>
49. <http://www.expert.ru>
50. <http://www.fcsm.ru>
51. <http://www.micex.ru>
52. <http://www.mosfund.ru>
53. <http://www.rcb.ru>
54. <http://www.regnm.ru>
55. <http://www.rts.ru>
56. <http://www.skrin.ru>
57. <http://www.zenit.ru>

# Приложения

## Приложение 1

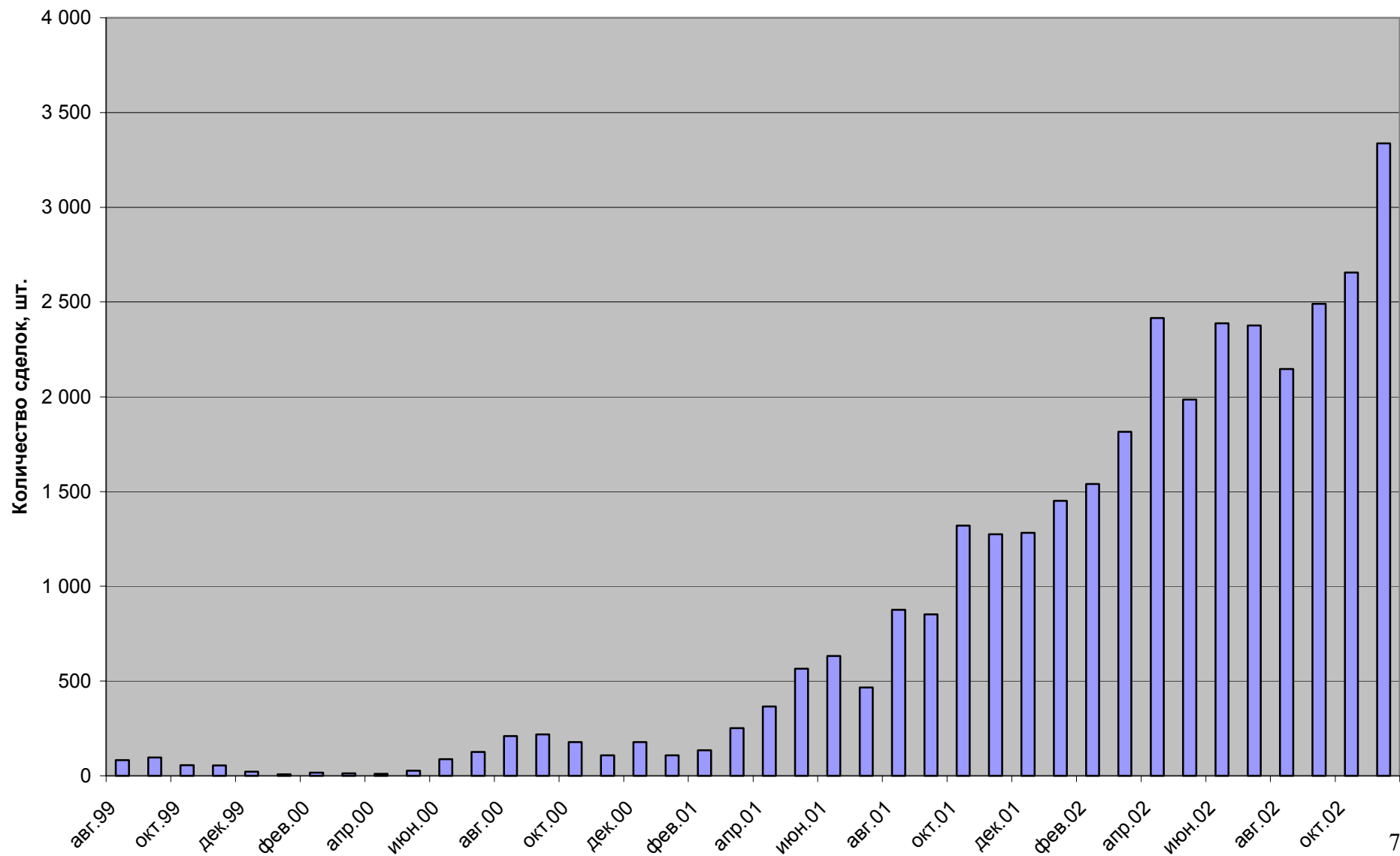
Объемы сделок на вторичных торгах ММВБ, РТС, СПББ (на основе данных [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru))





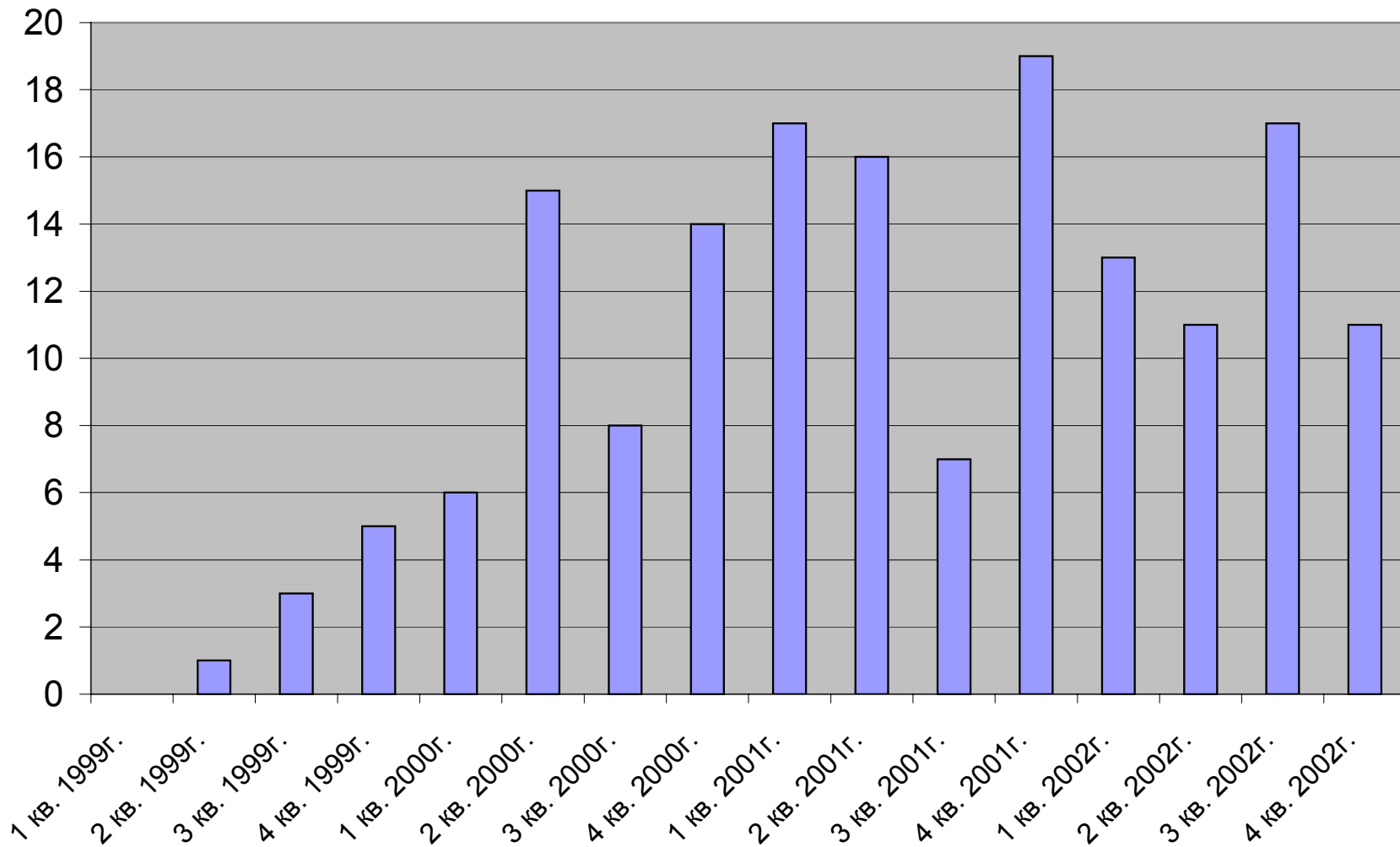
## Приложение 2

Количество сделок на вторичных торгах ММВБ, РТС, СПВБ (на основе данных [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru))



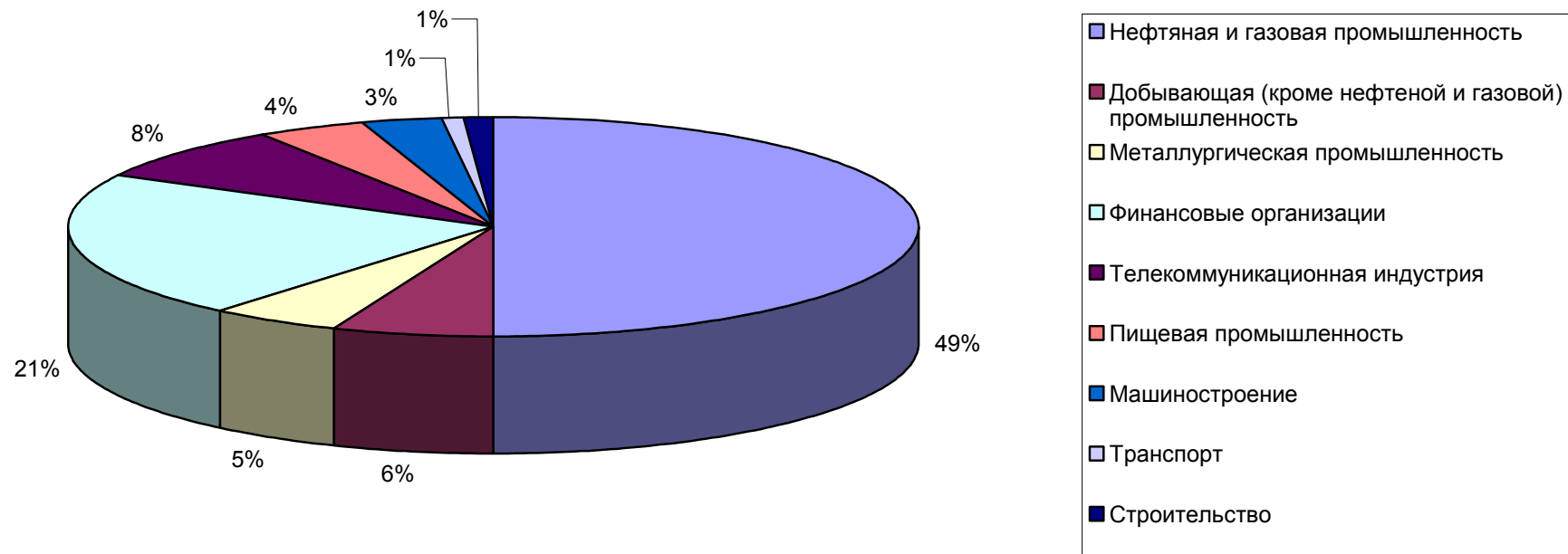
### Приложение 3

Динамика количества размещений корпоративных облигаций на ММВБ (на основе данных [www.micex.ru](http://www.micex.ru))



## Приложение 4

Доли предприятий различных отраслей в совокупной номинальной стоимости непогашенных корпоративных облигаций России на конец февраля 2003 г. (по данным [www.cbonds.ru](http://www.cbonds.ru))



## Приложение 5

Облигации промышленных предприятий, размещенные в 2002-2003 гг. (на основе данных www.cbonds.ru)

Эмитент, номер эмиссии	Форма облигаций	Тип облигаций	Валюта	Номинал	Объем займа, млн. руб.	Цена размещения, %	Срок размещения	Конвертируемость	Срок обращения, мес.	Порядок определения дохода	Досрочный выкуп	Обеспечение	Тип размещения	Порядок размещения	Порядок учета прав
АЛРОСА, 19	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	3 000	100	7 рабочих дней	неконвертируемые	36	Выплата купона – раз в полгода. Ставка по купонам – 16% годовых.	через 12 мес. по цене 97,2% от номинала	поручительство ОАО «Инвестиционная группа «АЛРОСА» на 3 млрд. руб.	публичное	режим переговоров сделок	в расчетном депозитарии
Объединенные машиностроительные заводы, 04	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	900	100	10 рабочих дней	неконвертируемые	72	Выплата купона – раз в полгода. Ставка по 1, 2, 3 купонам – 16% годовых, ставки по последующим купонам определяется на аукционе перед осуществлением права на досрочный выкуп.	через 12 мес. и через 30 мес. по цене 100% от номинала	поручительство ОАО «Ижорские заводы» на сумму облигационного займа	публичное	аукцион по определению купонной ставки	в расчетном депозитарии
Башкирэнерго, 01	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	500	100,31	1 календарный год	неконвертируемые	36	Выплата купона – раз в полгода. Ставка по купонам – 20% годовых.	через 12 мес. по цене 99% от номинала	не предусмотрено	публичное	аукцион по определению цены	в расчетном депозитарии
Выксунский металлургический завод	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	1 000	100	1 календарный год	неконвертируемые	36	Выплата купона – раз в полгода. Ставка по 1, 2 купонам – 18% годовых, по 3, 4 купонам – 16% годовых, по 5, 6 купонам – 15% годовых.	через 12 мес. по цене 100% от номинала	поручительство ООО «ТЦ ОМК» и ЗАО «Объединенная металлургическая компания» на сумму облигационного займа	публичное	режим переговоров сделок	в расчетном депозитарии
Волжский трубный завод, 01	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	500	97	15 рабочих дней	неконвертируемые	24	Выплата купона ежеквартально. Ставка по 1, 2 купонам – 20% годовых, по 3, 4 купонам – 18% годовых, по 5, 6, 7, 8 купонам – 16% годовых.	через 12 мес. по цене 97,6% от номинала	поручительство ООО «Русские Минералы Трейдинг» на сумму облигационного займа	публичное	режим переговоров сделок	в расчетном депозитарии
Концерн «Иж-	глобальный сер-	Процент-	рубль	1 000	600	100	20 рабо-	некон-	18	Выплата купона ежекварталь-	через 6 мес. по	не предусмотрено	публичное	режим пере-	в рас-

маш», 01	тификат	ные					чих дней	вертируемые		19,5% годовых, по 3, 4 купонам – 18% годовых, по 5, 6 купонам – 16% годовых.	цене 100% от номинала			говорных сделок	депозитарии
Каустик, 01	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	300	100	15 рабочих дней	неконвертируемые	12	Выплата купона ежеквартально. Ставка по 1, 2 купонам – 20,5% годовых, по 3, 4 купонам – 18% годовых.	не предусмотрен	поручительство ОАО «Пласткард» на сумму облигационного займа	публичное	режим переговоров сделок	в расчетном депозитарии
Магнитогорский металлургический комбинат, 16	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	300	100	1 календарный год	неконвертируемые	12	Выплата купона ежеквартально. Купонная ставка 17% годовых.	через 6 мес. по цене 100% от номинала	поручительство ЗАО ИК «РФЦ» на сумму облигационного займа	публичное	режим переговоров сделок	в расчетном депозитарии
Номомотовская акционерная компания «Азот», 01	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	1 000	99,80	15 рабочих дней	неконвертируемые	24	Выплата купона – раз в полгода. Ставка по 1, 2 купонам – 19,5% годовых, по 3, 4 купонам – 17,5% годовых	через 12 мес. по цене 100% от номинала	не предусмотрено	публичное	режим переговоров сделок	в расчетном депозитарии
Нижнекамскнефтехим, 02	глобальный сертификат	Процентные	рубль	1 000	1 500	100	1 календарный год	неконвертируемые	36	Выплата купона – раз в полгода. Ставка по 1, 2 купонам – 20% годовых, по 3 купону – 19% годовых, по 4 купону – 18%, по 5 купону – 17%, по 6 купону – 16%.	через 12 мес. по цене 100% от номинала	поручительство и ООО «Трест Татспецнефтехимремстрой» на сумму облигационного займа	публичное	аукцион по определению купонной ставки	в расчетном депозитарии

## Приложение 6

Рейтинг надежности эмитентов долговых ценных бумаг по методологии СКРИН.ру на 3 квартал 2002 г. (по данным [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru))

<b><i>Группа А+ (Высшая надежность)</i></b>	
1	Внешторгбанк
2	Газпром ОАО
3	РАО ЕЭС России
4	Сбербанк России
5	Северсталь
<b><i>Группа А (очень высокая надежность)</i></b>	
1	АК БАРС БАНК
2	АЛЬФА-БАНК
3	Аэрофлот ОАО
4	Банк Москвы
5	ВМЗ
6	Газпромбанк
7	ГУТА-БАНК
8	ЗЕНИТ банк
9	МДМ-Банк
10	Международный банк Санкт-Петербурга
11	Межтопэнергобанк
12	ММК
13	Мосэнерго
14	Нижнекамскнефтехим
15	НИКойл
16	НК ЛУКойл
17	Норильский никель ГМК
18	Промсвязьбанк
19	РОСБАНК
20	РУСАЛ
21	Татнефть
22	ТрансКредитБанк
23	Тюменская нефтяная компания
24	УралСиб
<b><i>Группа В+(высокая надежность)</i></b>	
1	Абсолют Банк
2	Банк Санкт-Петербург
3	Башкирэнерго
4	Всероссийский Банк Развития Регионов
5	Держава

6	ЕВРОТРАСТ
7	ЕВРОФИНАНС
8	ИАПО
9	ИМПЭКСБАНК
10	Концерн Калина ОАО
11	МГТС ОАО
12	НАК "Азот"
13	Национальный банк развития
14	НОМОС-БАНК
15	ОРГРЭС-Банк
16	Парижская коммуна
17	Промстройбанк СПб
18	Самараэнерго
19	Северо-Западный Телеком
20	Славнефть НГК
21	Тюменьэнерго
22	ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ БАНК
<b>Группа В (достаточная надежность)</b>	
1	АВАНГАРД
2	АВТОБАНК
3	АВТОВАЗ
4	АКАДЕМХИМБАНК
5	АКБ "Северо-Восточный Альянс"
6	Алроса ЗАО
7	АФК Система
8	Газэнергопромбанк
9	Ижмаш
10	Интеркредит Банк
11	Казанская ГТС
12	Ланта-Банк
13	Лианозовский молкомбинат
14	ЛОКО-Банк
15	МЕНАТЕП СПб
16	Московский Индустриальный Банк
17	Невинномысский Азот
18	Нефтяной АКБ
19	НЕФТЯНОЙ АЛЬЯНС
20	Объединенные машиностроительные заводы
21	Олимпийский
22	Пробизнесбанк
23	РТК-Лизинг

24	Ростовэнерго
25	Собинбанк
26	Уралсвязьинформ
27	Финансовая компания Евразхолдинг (НТМК)
28	ЦентроКредит
29	Центртелеком
30	Юниаструм Банк
<b>Группа С+ (Средняя надежность)</b>	
1	Альфа-ЭКО М
2	Банк ЦЕРИХ
3	Башинформсвязь ОАО
4	Виллойская ГЭС-3
5	ВОЗРОЖДЕНИЕ
6	Волжский Трубный Завод
7	ИНГОССТРАХ-СОЮЗ
8	Интерпромбанк
9	Каустик
10	КОНВЕРСБАНК
11	Магнезит
12	МБРР
13	МЕЖПРОМБАНК
14	Межрегиональный инвестиционный банк
15	Мечел
16	Микрон
17	Моснарбанк
18	ОПТБанк
19	Первое ОВК
20	РИТЭК
21	Росуглесбыт
22	Русский Стандарт
23	Севергазбанк
24	Седьмой континент
25	Сибкадембанк
26	Сибирско- Уральская алюминевая компания
27	Славянский Банк
28	СМАРТС
29	Уралвнешторгбанк
<b>Группа С (надежность ниже среднего)</b>	
1	КМБ-БАНК
2	ЛОМО ОАО
3	Московское Ипотечное Агентство
4	Промышленный экспортно-импортный банк (АКБ)



	(Промэкссимбанк)
<b>5</b>	Стройметресурс
<b>6</b>	Торговый Дом "Продимекс"