

**Государственное Образовательное Учреждение
Высшего Профессионального Образования
ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ РФ**

Кафедра «Ценных бумаг и финансового инжиниринга»

Работа допущена к защите
Зав. каф. проф.
Рубцов Б.Б.

Д и п л о м н а я р а б о т а

На тему:

**«Оптимизация финансирования инвестиционных
проектов на рынке ценных бумаг»**

Выполнила:

ст. гр. РЦБ5-6

Жданок Наталья Александровна

Научный руководитель:

ст.пр. Макеев Александр Викторович

Москва – 2008 г.

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение.....	3
Глава I. Теоретические основы осуществления долгосрочных инвестиций.....	7
1. Экономическая сущность долгосрочных инвестиций.....	7
2. Организация финансирования долгосрочных инвестиций.....	22
Глава II. Организация финансирования инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг.....	33
1. Общая характеристика, состав и структура источников финансирования капитальных вложений.....	33
2. Количественные характеристики источников финансирования инвестиционных проектов в России.....	52
Глава III. Оптимизация эмиссии облигаций при осуществлении инвестиционного проекта.....	58
1. Конструирование параметров займа под потребности инвестиционного проекта.....	58
1.1. Объем облигационного займа.....	58
1.2. Срок обращения облигации.....	60
1.3. Доход по облигациям.....	68
2. Способы повышения инвестиционной привлекательности облигаций.....	72
2.1. Выбор обеспечения займа и выбор агента.....	72
2.2. Выбор способов прекращения облигационного обязательства.....	76
2.3. Выбор способа и времени размещения.....	79
3. Определение иных специальных условий облигации.....	87
3.1. Выбор формы ценной бумаги.....	87
3.2. Определение номинальной стоимости облигации.....	87
3.3. Валюта долга.....	88
Заключение.....	91
Список литературы.....	95
Приложения.....	99

Введение.

Имевшие место в последние годы темпы роста валового внутреннего продукта (ВВП) свидетельствуют о подъеме российской экономики. Однако важно, чтобы рост ВВП в экономике страны был обусловлен развитием производств, выпускающих высокотехнологичную и конкурентоспособную продукцию, обеспечивающую спрос на внутреннем рынке и выход на внешний. Важнейшим фактором для решения этой задачи является увеличение масштабов инвестиций в основные фонды и повышение их эффективности.

Осуществление этой цели требует больших вложений денежных средств в материальные фонды предприятия, как оборотные, так и основные. Если отдача от вложений в оборотные средства происходит в течение одного производственного цикла, то возврат стоимости основного капитала, растягивается на многие годы, даже десятилетия. При этом перенос стоимости основных фондов на себестоимость выпускаемой продукции происходит равномерно в течение всего срока жизни оборудования, и для того, чтобы можно было потратить эти ресурсы на переоснащение, необходимо накапливать амортизационные отчисления в обособленном фонде. Такая обязанность существовала в советское время у предприятий, однако в настоящее время предприятия вольны распоряжаться частью выручки в виде амортизации на свое усмотрение.

Следовательно, длительный срок формирования амортизационного фонда на переоснащение производства – первая причина, по которой предприятия не могут нормально функционировать и развиваться. Вторая причина невозможности осуществления капитальных вложений в основные фонды за счет внутренних источников предприятия – это дороговизна приобретения основных средств. Таким образом, предприятия для обеспечения производства основными фондами нуждаются в привлечении дополнительных денежных средств из внешних источников.

Поэтому **объектом** исследования данной работы является финансирование инвестиционных проектов предприятиями.

Исторически сначала предприятия финансировали друг друга за счет собственных излишков средств. Эти отношения были спонтанными, и не всегда можно было найти свободные денежные средства. Поэтому из всей массы предприятий стала выделяться определенная категория, основной деятельностью которых был прием на хранение свободных денежных ресурсов, и предоставление их нуждающимся в деньгах предприятиям. Такие институты стали называться банками.

Однако со временем потребности предприятий в дополнительных ресурсах стали расти, сроки, на которые они заимствовались, – удлиняться. И обслуживание таких клиентов становилось все более рискованно для банков. Поэтому появилась необходимость либо соединяться с другими банками с целью объединения своих ресурсов, либо разделить права требования с должников на небольшие части, которые бы не сильно влияли на финансовую состоятельность кредиторов. Такие права стали обличать в ценные бумаги. Исходя из этого, **предметом** исследования данной работы является рынок ценных бумаг в качестве инструмента для финансирования инвестиционных проектов.

Вопросы оптимизации источников финансирования являются ключевыми в управлении любым предприятием. В данной работе в качестве оптимального источника инвестиций на рынке ценных бумаг будут рассмотрены облигационные займы.

На рынке ценных бумаг взаимодействуют несколько субъектов – это эмитент (компания, выпускающая ценные бумаги), инвесторы – лица, приобретающие ценные бумаги эмитента, а также биржа, регулятор и иные инфраструктурные институты. У каждого из этих субъектов существуют свои задачи. У эмитента – привлечь необходимый объем средств по наименьшей цене, у инвестора – приобрести наиболее привлекательные ценные бумаги, которые приносят высокий доход, у биржи – установить

правила для входа на рынок и организовать процесс проведения рыночных торгов, регулятор – соответственно наделяет ценную бумагу определенными правами, таким образом давая государственное признание ценной бумаге. При эмиссии облигаций предприятие решает целый ряд вопросов, которые касаются всех вышеперечисленных субъектов. Эмитенту необходимо таким образом сконструировать облигационный заем, чтобы права по облигации соответствовали требованиям регулятора, ожиданиям инвесторов (которые зависят и от текущей рыночной конъюнктуры), требованиям организатора торгов. Эти цели определяют проблемы оптимизации финансирования инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг.

Существование этих проблем позволяет заключить, что исследование, объектом которого является финансирование инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг, является **актуальным**. Результаты данного исследования будут интересны в первую очередь предприятиям реального сектора экономики, т.к. позволит найти наиболее оптимальные решения в области финансирования инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг исходя из современных требований законодательства, рыночной конъюнктуры и инфраструктурных организаций. Этим предопределен выбор темы работы: оптимизация финансирования инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг.

Цель исследования – оптимизировать финансирование инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг.

Гипотеза: цель исследования будет достигнута, если:

1. В качестве наиболее оптимального инструмента финансирования инвестиционных проектов обосновано использование облигационных займов;
2. Выявлены наиболее подходящие схемы финансирования инвестиционных проектов, позволяющие использовать облигационные займы;

3. Конструирование параметров облигационного займа будет осуществлено под потребности конкретного инвестиционного проекта предприятия;

4. Параметры облигации будут сформированы с наиболее привлекательной стороны для инвестора;

5. Будут определены и оптимизированы иные специальные условия облигации.

Из логики исследования вытекает структура работы:

- Введение;

- Три главы:

1. Теоретические основы осуществления долгосрочных инвестиций. Рассмотрены следующие вопросы: определение инвестиций, классификация инвестиций, виды инвестиций, рассмотрены количественные показатели инвестиционной активности в России на современном этапе, схемы организации финансирования долгосрочных инвестиций.

2. Источники финансирования инвестиционных проектов. В этой главе будут исследованы такие вопросы, как: общая характеристика, состав и структура источников финансирования капитальных вложений, собственные и привлеченные источники, выбор структуры капитала предприятия, количественные показатели использования ресурсов капитала как источника финансирования долгосрочных инвестиций.

3. Оптимизация эмиссии облигаций при осуществлении инвестиционного проекта. Исследованы вопросы конструирования параметров займа под потребности инвестиционного проекта, формирования параметров облигации, повышающих инвестиционную привлекательность, определения иных специальных условий облигации.

- Заключение;

- Список использованной литературы;

- Приложения.

Глава I. Теоретические основы осуществления долгосрочных инвестиций.

1. Экономическая сущность долгосрочных инвестиций.

Основной целью деятельности любого предприятия является вложение капитала с целью получения более высокого дохода. Стремление получать прибыль толкает предпринимателя к тому, чтобы непрерывно пускать свой капитал в кругооборот. Такое непрерывное круговое движение капитала образует его оборот. Кругооборот капитала, рассматриваемый не как отдельный акт, а как непрерывный, постоянно повторяющийся процесс, называется **оборотом капитала**.

В процессе оборота капитала его две составные части - основной и оборотный капитал, по-разному переносят свою стоимость на конечный продукт. Если оборотный капитал сразу переносит всю свою стоимость на конечный продукт, то основной капитал переносит свою стоимость по частям в течение большого числа кругооборотов капитала. В дальнейшем средства, аккумулированные в виде амортизационного фонда, вновь инвестируются в основной капитал взамен изношенных основных фондов, к моменту выбытия из строя полностью перенесших свою стоимость на производимую продукцию.

В процессе оборота капитала в распоряжении предпринимателя формируются ресурсы в объеме, достаточном для возмещения капитала, израсходованного в ходе производства, и таким образом обеспечивается непрерывность процесса производства и сохранения структуры общественного производства в исходном виде, или общественное воспроизводство.

Таким образом, **общественное воспроизводство** - это постоянно повторяющийся процесс производства, который обеспечивается непрерывным оборотом и воспроизводством капитала.¹

Существенное расширение производства может быть обеспечено только за счет новых вложений средств, направляемых как на создание новых производственных мощностей, так и на совершенствование, качественное обновление техники и технологии. Именно вложения, используемые для развития и расширения производства с целью извлечения дохода в будущем, составляют экономический смысл инвестиций.

Под **инвестициями** понимается совокупность затрат, реализуемых в форме целенаправленного вложения капитала на определенный срок в различные отрасли и сферы экономики, в объекты предпринимательской и других видов деятельности для получения прибыли (дохода) и достижения как индивидуальных целей инвесторов, так и положительного социального эффекта.²

В коммерческой практике принято различать следующие типы инвестиций:³

- Инвестиции в физические активы;
- Инвестиции в денежные активы;
- Инвестиции в нематериальные активы.

Под **физическими активами** понимаются производственные здания и сооружения, а также любые виды машин и оборудования со сроком службы более одного года. Под **денежными активами** понимаются права на получение денежных сумм от других физических и юридических лиц, например депозитов в банке, облигаций, акций и т.п. Под **нематериальными** (незримыми) активами понимаются ценности, приобретаемые фирмой ценности, приобретаемые фирмой в результате проведения программ

¹ Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. - М.: Политиздат, 1978. Т.1., с.158 - 166, Т.2., с.59.

² Инвестиции: учебник / коллектив авторов; под ред. Г.П. Подшиваленко. – М.: Кнорус, 2008.

³ Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: Учеб. Пособие / Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. – Спб.: Изд. Дом «Бизнес-Пресса», 1998.

переобучения или повышения квалификации персонала, разработки торговых знаков, приобретения лицензий и т.д.

Инвестиции в ценные бумаги принято называть финансовыми инвестициями, а инвестиции в физические активы чаще именуют реальными инвестициями. Эти оба типа инвестиций имеют большое значение в экономике.

Все разновидности **реальных инвестиций** можно свести к следующим основным группам.

- **Инвестиции в повышение эффективности.** Их целью является прежде всего создание условий для снижения затрат за счет замены оборудования, обучения персонала или перемещения производственных мощностей в регионы с более выгодными условиями производства.

- **Инвестиции в расширение производства.** Задачей такого инвестирования является расширение возможностей выпуска товаров для ранее сформировавшихся рынков в рамках уже существующих производств.

- **Инвестиции в новые производства.** Такие инвестиции обеспечивают создание совершенно новых предприятий, которые будут выпускать ранее не изготавливавшиеся товары (или оказывать новый тип услуг) либо позволят, например, фирме предпринять попытку выхода в ранее уже выпускавшимися товарами на новые для нее рынки.

- **Инвестиции ради удовлетворения требований государственных органов управления.** Эта разновидность инвестиций становится необходимой в том случае, когда фирма оказывается перед необходимостью удовлетворять требования властей в части либо экономических стандартов, либо безопасности продукции, либо иных условий деятельности, которые не могут быть обеспечены за счет только совершенствования менеджмента.

Причиной, заставляющей вводить такого рода классификацию инвестиций, является **различный уровень риска**, с которыми они сопряжены. Зависимость между типом инвестиций и уровнем риска определяется степенью опасности не угадать возможную реакцию рынка на

изменения результатов работы фирмы после завершения инвестиций. Ясно, что организация нового производства, имеющего своей целью выпуск не знакомого рынку продукта, сопряжена с наибольшей степенью неопределенностью, тогда как, например, повышение эффективности (снижение затрат) производства уже принятого рынком товара несет минимальную опасность негативных последствий инвестирования.

В западной экономической науке в качестве основополагающего признака инвестиций берется приращение стоимости вложенного капитала или получение в будущем доходов, то есть чисто экономический эффект от инвестиций. Напротив, становление взглядов многих современных российских экономистов происходило еще до перехода к рыночным отношениям, и поэтому в их видении содержания понятия инвестиций прослеживается влияние советской экономической школы.

В российской экономической литературе реальные инвестиции часто отождествляются с понятием капитальных вложений. **Капитальные вложения** - это процесс инвестирования в создание и воспроизводство основного капитала. Капитальные вложения - более узкое понятие, поскольку охватывает не все возможные объекты инвестирования, а только основные средства производственного и непроизводственного назначения. Производственные капитальные вложения направляются на развитие и модернизацию основных фондов предприятия, непроизводственные - на строительство и развитие объектов социальной сферы.

Федеральный закон от 25.02.1999 г. №39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» дает следующее определение капитальных вложений: «**капитальные вложения** - инвестиции в основной капитал (основные средства), в том числе затраты на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий, приобретение машин, оборудования, инструмента, инвентаря, проектно-изыскательские работы и другие затраты».

Исходя из этого определения можно выделить два укрупненных направления капитальных вложений:

1. Капитальные вложения, предполагающие **строительство** зданий и сооружений:

- новое строительство, т.е. строительство новых предприятий на вновь осваиваемых площадях;

- расширение действующих предприятий путем сооружения их вторых и последующих очередей, введения в строй дополнительных цехов и производств, расширение уже функционирующих основных и вспомогательных цехов;

2. Капитальные вложения, предполагающие обновление **оборудования**:

- реконструкция, т.е. осуществляемое в процессе деятельности предприятия частичное или полное переустройство производства без строительства новых или расширения действующих основных цехов взамен ликвидированных. Вместе с тем к реконструкции относится расширение существующих и сооруженных новых объектов вспомогательного назначения, а также возведение новых цехов взамен ликвидированных;

- модернизация, т.е. техническое перевооружение действующего предприятия, повышение технического уровня отдельных участков производства и агрегатов путем внедрения новой техники и технологии, механизации и автоматизации¹.

В дальнейшем в данной работе будет использоваться определение капитальных вложений из Закона, а также два основных их направления: строительство и обновление оборудования.

Новое строительство осуществляется на новых площадях в соответствии с вновь утвержденным проектом.

Расширение действующего производства предполагает строительство дополнительных производств на действующих предприятиях; строительство

¹ Экономика организации (предприятия): Учебник / Под ред. Н.А. Сафонова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М: Экономика, 2004 г.

новых либо расширение существующих цехов и объектов основного и обслуживающего производства, но в рамках территории действующего предприятия или на примыкающих к ней площадях.

Реконструкция действующего производства предусматривает: переустройство производства; его совершенствование, связанное с повышением технико-экономического уровня в целях увеличения производственных мощностей; улучшение качества и изменение номенклатуры продукции без увеличения численности работающих. Отличительная черта реконструкции состоит в том, что она проводится без строительства новых и расширения действующих цехов основного производства, но при этом могут создаваться и расширяться службы и цеха вспомогательного производства.

Техническое перевооружение действующих основных фондов предприятий – это проведение комплекса мероприятий по повышению технико-экономического уровня отдельных производств, цехов или участков производства на основе внедрения достижений научно-технического прогресса.

Соотношение затрат на новое строительство, расширение, реконструкцию и техническое перевооружение действующих предприятий в общем объеме капитальных вложений называется **воспроизводственной структурой капитальных вложений**.

Экономически более выгодным и эффективным является прирост продукции путем реконструкции и технического перевооружения действующего производства. По сравнению с новым строительством работы по реконструкции и техническому перевооружению предприятий отличаются меньшей продолжительностью. Затраты на их осуществление окупаются значительно быстрее, в значительной мере сокращаются удельные капитальные вложения и сроки ввода в действие дополнительных производственных мощностей. Именно поэтому совершенствование воспроизводственной структуры заключается в повышении доли

капитальных вложений, направляемых на реконструкцию и техническое перевооружение действующего производства.

В настоящее время выбор той или иной формы воспроизводства основных фондов определяется самими предприятиями в зависимости от экономического и финансового положения.

В условиях рыночной экономики осуществление инвестиций нельзя рассматривать как «произвольную» форму деятельности фирмы в том смысле, что фирма может осуществлять или не осуществлять подобного рода операции. Неосуществление инвестиций неминуемо приводит к потерям конкурентных позиций. Поэтому все возможные инвестиции можно разбить на две группы:¹

- **пассивные инвестиции**, т.е. такие, которые обеспечивают в лучшем случае неухудшение показателей прибыльности вложений в операции данной фирмы за счет замены устаревшего оборудования, подготовки нового персонала взамен уволившихся сотрудников и т.д.

- **активные инвестиции**, т.е. такие, которые обеспечивают повышение конкурентоспособности фирмы и ее прибыльности по сравнению с ранее достигнутыми за счет внедрения новой технологии, организации выпуска пользующихся спросом товаров, захвата новых рынков, или поглощения конкурирующих фирм.

Инвестиции, осуществляемые при основании или покупке предприятия, принято называть начальными инвестициями или нетто-инвестициями. В свою очередь брутто-инвестиции состоят из нетто-инвестиций и реинвестиций, причем последние представляют собой связывание вновь свободных инвестиционных средств посредством направления их на приобретение или изготовление новых средств производства с целью поддержания состава основных фондов предприятия (инвестиции на замену, рационализацию, диверсификацию и т.д.).

¹ Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: Учеб. Пособие / Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. – Спб.: Изд. Дом «Бизнес-Пресса», 1998.

Инвестиции, которые идут на расширение, т.е. на увеличение производственного потенциала, являются экстенсивными инвестициями.

Говоря о сущности инвестиций, нельзя обойти вниманием такое понятие, как **ценность фирмы**. Ценность фирмы и ее увеличение является наиболее универсальным мотивом поведения менеджеров фирмы. Ценность фирмы можно представить как своеобразную систему, состоящую из двух частей: первая представляет собой рыночную стоимость собственного капитала фирмы; вторая – рыночную стоимость обязательств фирмы.

Таким образом, ценность фирмы – это то реальное богатство, которым обладают владельцы фирмы и которое они могут получить в денежной форме, если продадут свою собственность. Размеры этого реального богатства зависят от двух основных групп факторов:

- инвестиций всех типов, т.е. инвестиций в реальные и портфельные активы;
- прочих факторов, в том числе финансового и производственного менеджмента.

Очевидно, что ценность фирмы реально определяется не тем, насколько велик ее капитал (за исключением, может быть, капитала, находящегося в форме наиболее ликвидных активов), а тем, какое положение этот капитал обеспечивает фирме на рынке товаров и услуг. Между тем это положение как раз и определяется направлениями фирменных инвестиций: если они повышают конкурентоспособность фирмы и обеспечивают рост доходности ее капитала, то ценность фирмы увеличивается и ее владельцы становятся богаче. В противном случае инвестиции, формально увеличивая пассивы баланса фирмы (за счет вложений собственного капитала или привлечения заемных средств, увеличивающих обязательства), приведут к снижению ценности фирмы, поскольку рыночная оценка ее капитала упадет вслед за снижением ее конкурентоспособности и прибыльности.

Отсюда следует несложный, но чрезвычайно принципиальный вывод: любые инвестиции, в том числе и инвестиции в реальные активы, следует

рассматривать прежде всего с точки зрения того, как они влияют на ценность фирмы. Между тем есть и другое определение ценности фирмы и позиций экономической теории: ценность фирмы в любой момент времени равна современной стоимости всех ее будущих поступлений. Следовательно, только в том случае, если все расчеты приемлемости инвестиций проводятся на основе информации о **денежных поступлениях**¹, инвесторы и владельцы фирмы получают адекватные представления о том, приведет ли реализация проекта к увеличению ценности фирмы и соответственно богатства ее владельцев.

Финансирование долгосрочных инвестиций имеет специфический объект – **инвестиционный проект**.

В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений»² инвестиционный проект – это обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капиталовложений, в том числе необходимая проектно-сметная документация, разработанная в соответствии с законодательством РФ и утвержденными в установленном порядке стандартами (нормами и правилами), а также с описанием практических действий по осуществлению инвестиций (бизнес-план).

В самом общем смысле инвестиционным проектом называется план или программа долгосрочного вложения капитала с целью последующего получения прибыли.

Результатом прединвестиционных исследований является развернутый бизнес-план инвестиционного проекта. В самом общем смысле под **бизнес-планом** понимается документ, содержащий в структурированном виде всю информацию о проекте, необходимую для его осуществления.³

¹ Подробная методика оценки денежных потоков и эффективности долгосрочных инвестиций приведена в Приложении №1.

² Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в РФ, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ.

³ Инвестиции: Учебное пособие / Г.П. Подшиваленко, Н.И. Лахметкина, М.В. Макарова и др. – М.: КНОРУС, 2004. – с. 49-52.

Согласно рекомендациям ЮНИДО¹ бизнес-план имеет следующую структуру:²

1. Цели проекта, его ориентация и экономическое окружение, юридическое обеспечение (налоги, государственная поддержка и т.п.).
2. Маркетинговая информация (возможности сбыта, конкурентная среда, перспективная программа продаж и номенклатура продукции, ценовая политика).
3. Материальные затраты (потребности, цены и условия поставки сырья, вспомогательных материалов и энергоносителей).
4. Место размещения с учетом технологических, климатических, социальных и иных факторов.
5. Проектно-конструкторская часть (выбор технологии, спецификация оборудования и условия его поставки, объемы строительства и т.п.).
6. Организация предприятия и накладные расходы (управление, сбыт и распределение продукции, условия аренды, графики амортизации оборудования).
7. Кадры (потребность, обеспеченность, режим работы, условия оплаты, необходимость обучения).
8. График осуществления проекта (сроки строительства, монтажа и пусконаладочных работ, период функционирования).
9. Оценка эффективности инвестиционного проекта.

Предоставления расчетов с помощью лицензированных ЮНИДО пакетов (COMFAR, PROPSPIN) требуют иностранные инвесторы. Однако для российской практики эти программы имеют ряд недостатков: различия в деловой среде (законы, нормативно-методическое обеспечение внутренней деятельности, различные обычаи деловые оборота), несовпадающая структура документов, разные аналитические формы.

¹ ЮНИДО – структурное подразделение ООН, задачей которого является содействие промышленному развитию стран-членов ООН.

² Катасонов В.Ю. Инвестиционный потенциал экономики: механизмы формирования и использования, - М., «Анкил», 2005 – с. 63.

Согласно методике консалтинговой компании «Про-инвест консалтинг» (которая отражена в программе Project Expert) и рекомендациям Министерства экономического развития и торговли РФ бизнес-план инвестиционного проекта, реализуемого в рамках инвестиционной политики предприятия, включает следующие разделы:

1. Вводная часть (резюме).
2. Обзор состояния отрасли (производства), к которой относится предприятие.
3. Описание проекта (в оптимальном объеме представляется информация о продукции, показывается новизна решения технологических, технических, рецептурных, потребительских и прочих проблем).
4. Производственный план реализации проекта (экономический потенциал, технологический потенциал, материально-техническое обеспечение, трудовой потенциал и правовая защита производства).
5. План маркетинга и сбыта продукции предприятия (оценка внешней среды, потенциальных покупателей и потребителей услуг, оценка конкурентов и конкурентной борьбы, комплексное исследование рынка, стратегия маркетинга).
6. Организационный план реализации проекта (управление проектом, финансовые ресурсы, юридические аспекты).
7. Финансовый план реализации проекта (план прибыли, движение денежных потоков, анализ безубыточности, финансовый анализ отдельных видов продукции).
8. Оценка экономической эффективности затрат, осуществленных в ходе реализации проекта.

В основу этой программы положена методика ЮНИДО, однако она учитывает специфику российской экономики (особенности бухгалтерского учета, налогообложения и др.).

Недостатком обеих методик является то, что они не решают многие проблемы, а именно: выбор нормы дисконта, учет риска, учет инфляции, возможность сравнения различных проектов во времени.

Существуют различные программные продукты, которые позволяют составить бизнес-план, учитывающие рекомендации ЮНИДО и МЭРТ: COMFAR, PROPSPIN, Argus, Альт-Инвест, Project Expert.

Рассмотрим **количественные показатели** инвестиционной активности промышленных предприятий России в 2007 году.

Общий объем инвестиций в нефинансовые активы (без субъектов малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности) в действующих ценах в 2007 г. составил 4969,1 млрд руб. (в 2006 г. – 3858,6), в том числе объем инвестиций в основной капитал – 4908,2 млрд руб. (в 2006 г. - 3809,0), из которых 120,9 млрд – инвестиции из-за рубежа.

Объем инвестиций в основной капитал (включая инвестиции в основной капитал крупных и средних организаций, субъектов малого предпринимательства, индивидуальных застройщиков, объем неформальной деятельности) в сопоставимых ценах увеличился в 2007 г. по сравнению с предыдущим годом на 28,9%.

В структуре инвестиций в основной капитал по видам экономической деятельности в январе-сентябре 2007 г. существенных по сравнению с соответствующим периодом 2006 г. не произошло. Основной поток инвестиций (79,8% от общего объема) направлялся на следующие виды экономической деятельности: транспорт и связь – 24,3% от общего объема инвестиций (в январе-сентябре 2006 г. – 26%); добыча полезных ископаемых – 19% (19,1%), обрабатывающее производство – 16,7% (17,5%); операции с недвижимым имуществом, аренда и предоставление услуг –

11,9% (10,8%); производство и распределение электроэнергии, газа и воды – 7,9% (7%).¹

В структуре инвестиций в основной капитал по видам основных фондов (без субъектов малого предпринимательства и параметров неформальной деятельности) уменьшилась доля инвестиций, направленных на приобретение, монтаж и установку машин, оборудования и транспортных средств (с 35,3% в январе – сентябре 2006 г. до 34,8% в январе – сентябре 2007 г.), тогда как увеличилась доля инвестиций в строительство зданий (кроме жилья) и сооружений с (49,3 до 50%) и в строительство жилья (с 7,4 до 7,5%).²

Суммарные инвестиции 50 компаний из рейтинга «Эксперт-400»³ в 2006 году составили 2 трлн рублей. Если соотнести эти данные с суммой инвестиций в основной капитал и объемов долгосрочных финансовых вложений, фиксируемых официальной статистикой, то получается, что на долю полусотни крупных компаний из рейтинга приходится 28,7% всех инвестиций в российскую экономику. Еще более впечатляющую картину дает сравнение капитальных вложений отобранных для рейтинга корпораций с общероссийскими инвестициями в основной капитал. В этом случае удельный вес 50 компаний повышается до 36,6%. При всем уважении к заслугам крупного бизнеса, все же сомнительно, что ему под силу такое влияние на инвестиционные процессы в стране. Тем более что в отдельных отраслях совокупные инвестиции, отраженные в международной финансовой отчетности, намного превосходят данные официальных статорганов.

Наиболее наглядна ситуация в нефтегазовой промышленности. В выборке «Эксперт-400» этот сегмент представляют семь компаний, их инвестиции в основной капитал составили в 2006 году 801,9 млрд. Между тем, по данным Росстата, в добычу природных топливно-энергетических ископаемых (включая уголь) вложено 559,7 млрд рублей. Понятно, что

¹ Кудрявцева И., Мельников Б., Сафронов Б. «Инвестиционный рынок: конъюнктура января-сентября 2007 года» // «Инвестиции в России», №2, 2008 – с. 12-20.

² Там же.

³ Рейтинговое агентство «Эксперт-РА», www.expert.ru.

инвестиции нефтяников и газовиков идут не только в добычу, но и в переработку, транспортировку и сбыт. Но даже если добавить к росстатовскому показателю 130 млрд рублей инвестиций в трубопроводные системы «Газпрома», общероссийские капиталовложения в нефтепереработку (53 млрд рублей) и в производство и распределение газообразного топлива (еще 34,4 млрд), итоговая сумма все равно будет меньше реальных данных.¹

Нефтегазовая промышленность наиболее яркий, но не единственный пример. Розничную торговлю высококонцентрированной отраслью не назовешь. Согласно Росстату, инвестиции ритейлеров в основной капитал в 2006 году составили 52 млрд рублей. В то же время капиталовложения всего лишь четырех розничных сетей («Х5 Ритейл Групп», «Магнит», «Седьмой континент», Аптечная сеть «36,6») достигли 20,3 млрд рублей — почти 40% зафиксированных официальной статистикой инвестиций.²

Можно, конечно, попытаться объяснить такое положение вещей растущими инвестициями российских компаний за рубежом. Однако речь в данном случае идет не о приобретении иностранных активов, а именно о модернизации, затратах на оборудование и новом строительстве. Маловероятно, что наши корпорации в таких объемах вкладываются в строительство новых фондов за рубежом. Дело, скорее всего, в изъянах официальной статистики инвестиций.

Заполняя первичные формы статотчетности о результатах инвестиционной деятельности, компании часто скромничают, вполне справедливо опасаясь весьма неприятных налоговых последствий. Статистики же хотя и пытаются делать поправки на «скрытую инвестиционную деятельность», анализируя балансовые показатели развития отраслей, корректно оценить реальный объем инвестиций могут далеко не всегда. Впрочем, результат таких погрешностей не может не радовать: ведь

¹ Данные Журнала «Эксперт» www.expert.ru.

² Там же.

на самом деле в основной капитал российских предприятий инвестируется как минимум на 15–20% больше средств, чем отражается в госстатистике.

Таким образом, инвестиции предприятий в зависимости от объектов вложений подразделяются на финансовые и реальные. Реальные инвестиции в свою очередь делятся на инвестиции в строительство и приобретение оборудования. Следующий раздел будет посвящен более подробному описанию организации финансирования этих двух направлений инвестиций.

2. Организация финансирования долгосрочных инвестиций.

Система финансирования капитальных вложений может быть представлена как система взаимоотношений складывающихся в процессе капитального строительства и обновления основных фондов между участниками инвестиционного процесса. Количество таких участников, как правило, не ограничивается. Эти взаимоотношений всегда реализуются через организацию денежных потоков. Последние подлежат регламентированию, планированию, регулированию и финансовому контролю. Следует различать коммерческую регламентацию финансирования капитальных вложений и законодательную. Здесь регламентации подлежит, в первую очередь, общие принципы осуществления капитального строительства и денежных расчетов, учет и отчетность, право на вид деятельности, на застройку, ведение строительства на территориях регионов и местных, муниципальных образований, право на использование средств государственной власти в ходе строительства объектов, а также сооружение отдельных объектов, относящихся к монополии государства.¹

Коммерческая регламентация при соблюдении требований законодательства – предмет договорных условий и внутренних решений коммерческих структур.

Организация финансирования строительства.

Конечным результатом капитального строительства служит сметная стоимость строительно-монтажных работ по данному объекту без стоимости оборудования, проектно-изыскательских, пуско-наладочных и других работ. Капитальное строительство выполняется хозяйственным и подрядным способами. Основным является подрядный способ, который осуществляется специализированными строительно-монтажными организациями.

¹ Финансы предприятий: теория и практика. Учебник. С.В. Большаков. – М.: Книжный мир, 2006 г.

Особенность строительства заключается в сооружении недвижимых объектов основных фондов; создаваемая продукция неподвижна и используется по месту ее нахождения. Процесс строительства отличается, как правило, большой длительностью, капиталоемкостью и материалоемкостью, продукция носит индивидуальный характер, поскольку предназначена для определенного заказчика. Каждый объект строительства осуществляется по индивидуальному проекту и привязан к определенной территории, поэтому средства труда и рабочая сила постоянно перемещаются с одного объекта на другой. Весьма разнообразен характер сооружаемых объектов и выполняемых работ, стоимость которых определяется специфической ценой – сметной стоимостью. Конечным результатом строительства является строительная продукция, представляющая собой сданные в эксплуатацию производственные мощности и основные фонды по полной сметной стоимости.

Финансирование строительства, осуществляемого подрядным способом, производится в соответствии с договорами подряда, заключаемыми заказчиками, в распоряжение которых выделены капитальные вложения, с подрядными организациями. Процесс финансирования капитальных вложений предприятиями во многом определяется порядком расчетов между заказчиком (застройщиком, инвестором) и подрядной организацией. На основании контрактов (договоров) на строительство финансирование подрядных работ может быть осуществлено после завершения всех работ на объекте строительства, а также в форме авансов или промежуточных платежей за выполненные подрядчиком этапы работ, законченные работы на конструктивных элементах. Финансирование капитальных вложений осуществляется в установленном режиме оплаты договорной стоимости объекта строительства, определенной по сметной твердой цене, или по открытой цене. В последнем случае, фактическая стоимость строительства складывается из фактических, принимаемых затрат по ведению

строительства, которые оцениваются в текущих ценах, договорной прибыли подрядчика.

Договор подряда является основным документом, регламентирующим взаимоотношения заказчиков и определяющим их экономическую ответственность за нарушение договорных обязательств. Договор подряда заключается заказчиком с генеральным подрядчиком на весь период строительства новых, расширения, реконструкции и технического перевооружения предприятий, зданий и сооружений или их очередей.

К обязанностям **генерального подрядчика** относятся:

- строительство предусмотренных планом объектов в установленный срок в соответствии с утвержденной проектно-сметной документацией, требованиями строительных норм и правил;
- опробование и испытание смонтированного оборудования, проведение совместно с заказчиком комплексного опробования оборудования.

Подрядчик должен сдать рабочей комиссии законченные предприятия, пусковые комплексы и объекты, подготовленные к выпуску продукции и оказанию услуг, и осуществить совместно с заказчиком и субподрядными организациями ввод их в действие в установленные сроки.

В обязанности **заказчика** входит: предоставление генеральному подрядчику площадки для строительства предприятия, здания, сооружения и передача ему утвержденной в установленном порядке проектно-сметной документации, обеспечение своевременного открытия и непрерывного финансирования строительства. Заказчик должен передать генеральному подрядчику комплектно оборудование и материалы, поставка которых на него возложена, в соответствии с графиками, строго увязанными со сроками выполнения строительно-монтажных работ и ввода в действие производственных мощностей и объектов.

Обязанности заказчика также включают: комплексное опробование оборудования в согласованные с подрядчиком сроки, с участием проектных, подрядных строительных и монтажных организаций, а в соответствующих

случаях – заводов – изготовителей этого оборудования; наладка технологических процессов, систем автоматики и других специальных устройств и обеспечение совместно с подрядчиком своевременного ввода в действие в установленном порядке предприятий, очередей, пусковых комплексов и объектов. При сдаче объектов «под ключ» все перечисленные работы выполняет подрядчик. Это относится и к случаям, когда в качестве генерального подрядчика выступает поставщик оборудования.

Заказчик осуществляет контроль и технический надзор за соответствием объема, стоимости и качества строительно-монтажных работ проектам и сметам. Строительным нормам и правилам. Он имеет право проверять качество используемых материалов и конструкций, соответствие их государственным стандартам и техническим условиям, не вмешиваясь при этом в оперативно-хозяйственную деятельность подрядчика. Если будут выявлены отклонения от утвержденной проектно-сметной документации, а также от рабочей документации, строительных норм и правил. Заказчик выдает подрядчику предписание о ликвидации допущенных отклонений, а в необходимых случаях о приостановлении работ и не оплачивает эти работы до устранения установленных отклонений. Заказчик должен принять законченные строительством предприятия, очереди, пусковые комплексы и объекты, и оплатить их. Заказчик обеспечивает подлежащие вводу в действие объекты эксплуатационными кадрами и энергоресурсами.

В зависимости от срока выполнения работ и исполнителей различают следующие виды подрядных договоров:

- генеральный договор (заключает заказчик с генеральным подрядчиком на весь объем строительно-монтажных работ по стройке на весь срок строительства с разбивкой по годам);
- дополнительное соглашение (составляется в случаях, когда пересматриваются в установленном порядке проектно-сметная документация и титульный список стройки);

- субподрядный договор (заключается генеральным подрядчиком со специализированными организациями – субподрядчиками на выполнение монтажных и других работ);

- прямой договор (заказчик заключает непосредственно с монтажными и специализированными организациями, а также с поставщиками оборудования на выполнение монтажных и других работ).

Стоимость работ по договору определяется на основе договорных цен на объекты строительства, предусмотренные в сводных сметных расчетах стоимости строительства и расчетной стоимости в технико-экономических обоснованиях (ТЭО) строительства объектов.

Организация финансирования затрат на приобретение оборудования.

Ускорение обновления основных фондов на базе передовой техники является решающим фактором дальнейшего роста производства, перевода экономики на интенсивный путь развития. Важным фактором ускорения обновления основных фондов служит сокращение времени, протекающего от поставки оборудования на стройку до ввода его в действие. Это обеспечивает существенные экономические выгоды: уменьшается период, в течение которого капитальные вложения отвлекаются и производственные запасы и незавершенное строительство и, следовательно, не дают отдачи, быстрее достигается повышение производительности труда, предотвращается моральный износ оборудования и тем самым увеличивается срок его наиболее производительного использования.

Предприятие – головной поставщик оборудования на основе утвержденного плана производства и поставок комплектного оборудования заключает с заказчиком договор на комплектную поставку, проведение шефмонтажных и пусконаладочных работ и осуществляет контроль за выполнением этих работ, отвечает за своевременную и комплектную поставку оборудования в соответствии с договорами.

Оборудование поставляется по графикам, которые являются неотъемлемой частью договора поставки. Графики строго увязываются со сроками выполнения строительно-монтажных работ и ввода в действие производственных мощностей, на которых должно быть смонтировано оборудование. Головной поставщик по согласованию с заказчиками и организациями и предприятиями, осуществляющими монтаж оборудования, составляют графики, в которых устанавливают технически обоснованные нормативные сроки выполнения монтажных и пусконаладочных и ввода оборудования в эксплуатации.

Методы финансирования поставок оборудования определяются его различием по ряду признаков: источникам поступления – отечественное или импортное; назначению объектов – производственные или непромышленные; условиям подготовки для участия в производстве – требующее монтажа (оборудование, которое может быть введено в действие только после установки на фундаменты и опоры, выполнения работ по сборке его отдельных частей, обвязке коммуникациями, электромонтажных работ и присоединения к промпроводкам) или не требующее монтажа; техническим признакам – крупное технологическое и энергетическое (прокатные станы, турбины, автоматические линии, крекинги и т.п.) и технологическое или так называемое общезаводское оборудование (главным образом станки); оборудование, связанное со строительством (реконструкцией) и включаемое в сметы строек или не связанное со строительством и не включаемое в сметы (например, подвижной состав железных дорог, морские и речные суда, строительные машины).

Для успешного развития и оживления инвестиционных процессов в промышленности действующие в России формы инвестиций должны активно дополняться финансовыми механизмами, обеспечивающими закрепление денежных потоков в реальном секторе экономики и эффективность этих вложений. Одним из таких инструментов является лизинг, широко и успешно применяемый во всем мире. Согласно Федеральному закону от 29 октября

1998 года №164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)» **ЛИЗИНГОМ** является совокупность экономических и правовых отношений, возникающих в связи с реализацией договора лизинга, в соответствии с которым арендодатель (лизингодатель) обязуется приобрести в собственность указанное арендатором (лизингополучателем) имущество у определенного им продавца и предоставить лизингополучателю это имущество за плату во временное владение и пользование.

Продолжаются научные дискуссии по поводу правовой природы лизинговых отношений и договора финансового лизинга как правовой формы инвестиционных отношений. В этих исследованиях обозначались два направления¹. В одном из них договор лизинга рассматривается как форма **арендных отношений**. Сторонники другого направления считают такой договор разновидностью **инвестиционных отношений** и правовым институтом, который должен занять самостоятельное место в договорном праве.

Прогрессивность такой точки зрения очевидна, так как признание договора лизинга в качестве нового правового института позволит разрешить многие путанные положения в теории и практике финансового лизинга. Но для этого должно быть принята четкая научная концепция, определяющая экономическую и правовую природу лизинга.

В основе расчета величины и периодичности платежа по договору лизинга лежат **амортизационные отчисления** с полной или с большей части первоначальной стоимости имущества.

Нельзя согласиться с той точкой зрения, что лизинг является разновидностью аренды, как это трактуется в законе «О внесении изменений и дополнений в федеральный закон «О лизинге» №10-ФЗ от 29 января 2002 г., где лизинг заменен финансовой арендой. Эти изменения отделили инвестиции от лизинга и «загнали» последний в несвойственные ему арендные отношения.

¹ Л. Жуков «Еще раз о финансовом лизинге в России». // «Инвестиции в России», №12, 2006. с. 7-12.

Еще большую путаницу в лизинговые отношения внесли законодатели, исключив из закона «О лизинге» от 29 октября 1998 г. деление лизинга на оперативный и финансовый, что привело к обезличиванию принципиально разных по содержанию видов деятельности.

При **оперативном лизинге** предметом сделки между лизингодателем и лизингополучателем является **движимое имущество**, закупку которого лизингодатель осуществляет на свой страх и риск и передает лизингополучателю на установленный договором срок и за определенную плату во временное владение и пользование. По истечении срока действия договора предмет лизинга возвращается лизингодателю, в результате чего один и тот же предмет лизинга может быть неоднократно передан во временное пользование другим лизингополучателям в течение нормативного срока его полной амортизации. По интенсивности использования лизингодателем предмета лизинга, а также по срочности получения и запуска его в эксплуатацию лизингополучателем этот вид лизинга оправданно именуется *оперативным* и лишать его основания на существование под таким названием российские законодатели неправомочны.¹

Финансовый лизинг – более сложная форма инвестиционных отношений при создании средств производства. К сожалению, в федеральном законе от 29 октября 1998 г. «О лизинге» сущность финансового лизинга изложена крайне расплывчато и не позволяет фактически отличить его от оперативного лизинга.

Пункт 3 статьи 7 указанного закона гласит: «При финансовом лизинге лизингодатель обязуется приобрести в собственность указанное лизингополучателем имущество у определенного продавца и передать лизингополучателю данное имущество в качестве предмета лизинга за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях во временное владение и пользование. При этом срок, на который предмет лизинга передается лизингополучателю, соизмерим по продолжительности

¹ Жуков Л. «Еще раз о финансовом лизинге в России» // Инвестиции в России, №12, 2006. – с. 7-12.

со сроком полной амортизации предмета лизинга или превышает его. Предмет лизинга переходит в собственность лизингополучателя по истечении срока действия договора лизинга или до его истечения при условии выплаты лизингополучателем полной суммы, предусмотренной договором лизинга, если иное не предусмотрено договором лизинга».

На основании изложенного финансовый лизинг можно отличить от оперативного только по условиям закупки предмета лизинга, его передачи и возврата, чего явно недостаточно, так как основным критерием различия двух указанных видов лизинга является содержание предмета лизинга каждого из них.

Если предметом оперативного лизинга являются автономные машины и техника (движимое имущество), то предмет финансового лизинга представляет собой комплектный объект производственного назначения, который невозможно купить и поставить в готовом для эксплуатации виде. В технологический комплект такого объекта могут входить десятки и даже сотни единиц оборудования, а его поставщиками могут быть многие машиностроительные предприятия. И даже поставка на место установки всего комплекта, но в разрозненном виде не означает, что лизингодатель выполнил свои обязательства, а лизингополучатель обязан принять его, так как это только начальный этап создания предприятия производственного назначения, представляющего предмет финансового лизинга. Пока не выполнены монтажные и пуско-наладочные работы и объект не сдан в эксплуатацию, не могут производиться и амортизационные отчисления от стоимости технологического оборудования, которые являются основой лизингового платежа. Указанная особенность финансового лизинга не отражена ни в одном нормативном документе, регламентирующем лизинговые отношения.

Лизинг – это система предпринимательской деятельности, включающая в себя три вида организационно-экономических отношений: арендный,

инвестиционный и торговый¹, содержание которых по отдельности не исчерпывает сущности специфических имущественно-финансовых операций. Стратегия осуществления лизинговых операций может быть реализована в рамках различных **организационных подходов**. Целесообразна организация лизингового бизнеса на основе интеграции с другими инструментами ведения бизнеса и осуществления инвестиций.

Известно, что крупным предприятиям оказалось сложно выжить в рыночных условиях. Однако и политика дробления их на мелкие оказалась также неэффективной во многих отраслях. Следовательно, необходим новый подход к определению оптимального масштаба производства в отдельных отраслях, его специализации и кооперации в другими видами деятельности, сосредоточенными в рамках одной производственно-экономической системы.

На эффективность (как финансовую устойчивость) лизингополучателя положительно влияет его участие в **вертикально интегрированных системах (ВИС)** (в этом плане лизингодателю выгоднее находиться в затратном центре ВИС: важна его интеграция с поставщиком в качестве гарантии сбыта продукции). С другой стороны, в такой ситуации возникает риск применения трансфертного ценообразования.

В качестве позитивных факторов можно выделить способность централизации и оптимизации в рамках ВИС финансовой и маркетинговой деятельности, логистики.

Решить проблемы объединения хозяйств в рамках гражданского права можно, используя положения договора простого товарищества (с точки зрения мировой экономической истории такое объединение близко к понятию синдиката).

Если основу системы будет составлять предприятие материально-технического снабжения, осуществляющее лизинговые поставки, оно будет иметь прямую коммерческую заинтересованность в эффективной

¹ Попов А., Попова Н. «Организационные решения по совмещению лизинга с другими инвестиционными механизмами» // «Инвестиции в России». № 1, 2006. – с. 38 – 43.

(рентабельной) работе непосредственно производственной составляющей такой системы (как первопричины своевременного расчета хозяйств по лизингу).

Таким образом, лизинг фактически создает формально не зарегистрированную, но очерченную экономически ВИС: в ней есть производящая часть – лизингополучатель, снабжающая – поставщик предмета лизинга, и управляющее и связующее звено – лизингодатель. Все стороны заинтересованы в ее работе, что дает совокупный эффект.

Стратегия организации лизинга будет эффективно реализовано на практике только в том случае, если все стороны сделки будут заинтересованы в четком выполнении своих обязанностей по лизинговому договору. Важным моментом здесь является эффективный процесс управления лизингом на каждом предприятии-лизингополучателе.

Выводы:

1. В данной главе были исследованы теоретические основы осуществления долгосрочных инвестиций. Рассмотрены различные определения инвестициям, рассмотрены различные классификации инвестиций.

2. Определены два направления долгосрочных инвестиций, которые будут рассматриваться в данной работе: строительство зданий и сооружений и приобретение нового оборудования.

3. Исследованы количественные характеристики инвестиционных процессов в России на современном этапе.

4. Изучены организационные формы отношений в строительстве и при приобретении оборудования. Описан лизинг как метод финансирования капитальных вложений в оборудование, в том числе отношения участников лизинговой сделки.

Глава II. Организация финансирования инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг.

1. Общая характеристика, состав и структура источников финансирования капитальных вложений.

Капитальные вложения требуют значительных средств, поэтому вопрос об источниках их финансирования всегда был важнейшей проблемой расширенного воспроизводства.

Основным источником финансового обеспечения капитальных вложений является национальный доход (та его часть, которая в составе фонда накопления предназначена для расширения основных фондов). Национальный доход, создаваемый на предприятиях, принимает форму заработной платы и чистого дохода. Одна часть чистого дохода в форме прибыли остается в распоряжении предприятия, другая часть централизуется в государственном бюджете (федеральном, бюджетах субъектов Российской Федерации и местных бюджетах). Обе эти части могут использоваться для финансирования капитальных вложений.

Источником финансирования капитальных вложений является также фонд возмещений, который представляет собой часть стоимости совокупного общественного продукта, образуемую прошлым трудом и направляемую на возмещение потребленных средств производства. На предприятиях фонд возмещения в части потребленных средств труда принимает форму амортизационного фонда.

На цели финансирования капитальных вложений может направляться и часть фонда потребления (например, сбережения населения). Кроме того, в качестве источника финансирования капитальных вложений может использоваться в некоторых случаях и часть ранее созданного национального богатства страны (мобилизация внутренних ресурсов в строительстве, выручка от ликвидации основных фондов).

В зависимости от **сферы образования** источники финансовых ресурсов предприятия объединяют в две группы:

1. **Собственные источники**, к ним относятся денежные фонды, формируемые из амортизационных отчислений, прибыль и др.

2. **Привлеченные источники**, которые в свою очередь могут образовывать собственные ресурсы (увеличение уставного капитала за счет взносов третьих лиц, эмиссии акций) и заемные ресурсы (ссуды коммерческих банков и облигационные займы).

Рассмотрим каждый источник финансовых ресурсов подробнее.

Собственные источники финансирования капитальных вложений.

Собственные средства являются самыми надежными источниками финансирования капитальных вложений, поскольку обеспечивают высокую финансовую устойчивость предприятий. При их использовании снижается риск банкротства, однако для накопления собственных средств требуется значительное время, денежные средства на длительный срок изымаются из оборота, особенно на начальной стадии проектирования и строительства, что приводит к снижению рентабельности собственного капитала.

Равномерный перенос в течении всего срока полезного использования стоимости оборудования на себестоимость реализуемой продукции определяет экономическую сущность **амортизации**. По окончании этого срока накопленные амортизационные отчисления должны направляться на обновление основных фондов. Для того, чтобы такое накопление осуществилось необходимо физически отделять из выручки высвобождаемую часть стоимости оборудования и направлять в специальный фонд на отдельном счете. В советское время существовали требования по созданию такого фонда, однако переход к рыночным отношениям и прекращение вмешательства во внутренние дела хозяйствующих субъектов создали возможность направления части амортизационных ресурсов на пополнение оборотных средств, выплату

зарплаты и на иные цели, не имевшие отношения к целевым (по направленности) амортизационным ресурсам.

Собственный капитал включает уставный капитал, добавочный капитал, резервный капитал, а также нераспределенную в отчетном году прибыль. Общим для них является порядок формирования большей частью за счет прибыли, в том числе накопленной за все время деятельности организации.

Методы формирования **уставного капитала** зависят от организационно-правовой формы предприятия. Основными такими формами является общество с ограниченной ответственностью (ООО)¹ и акционерное общество (АО)².

Уставный капитал ООО состоит из долей его участников. Увеличение уставного капитала может осуществляться: за счет имущества общества (нераспределенная прибыль, резервный капитал, добавочный капитал), и за счет привлеченных средств - дополнительных вкладов участников, вкладов третьих лиц, принимаемых в общество (если это не запрещено уставом общества).

Уставный капитал АО может быть увеличен путем увеличения номинальной стоимости акций за счет имущества общества (собственный источник) или размещения дополнительных акций (привлеченный источник).

Таким образом, к **собственным источникам увеличения капитала** как для ООО, так и АО, относятся: нераспределенная прибыль, добавочный капитал, резервный капитал, если его использование предусмотрено уставом общества.

Решение об увеличении уставного капитала общества за счет имущества общества может быть принято только на основе данных бухгалтерской отчетности общества за год, предшествующий году, в течение которого принято это решение, причем сумма, на которую увеличивается в этой

¹ Федеральный закон от 08.02.1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».

² Федеральный закон от 26.12.1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».

ситуации уставный капитал, не должна превышать разницу между стоимостью чистых активов общества и суммой уставного капитала и резервного фонда общества¹.

Резервный капитал образуется за счет остающейся в распоряжении организации после уплаты налогов прибыли, он имеет строго целевое назначение. В балансе он отражается по соответствующей статье и включает резервы, образованные в соответствии с законодательством, и резервы, образованные в соответствии с учредительными документами. В акционерных обществах в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах»² резервный фонд создается в размере, предусмотренном уставом общества, но не менее 5% его уставного капитала. Резервный фонд общества предназначен для покрытия его убытков, а также для погашения облигаций общества и выкупа акций общества в случае отсутствия иных средств. Для иных целей резервный фонд не может быть использован. Резервы, образуемые организациями в соответствии с учредительными документами, включают в себя все остальные резервы, образуемые за счет чистой прибыли, в порядке, установленном учредительными и иными документами.

Добавочный капитал образуется в связи с возрастанием стоимости имущества организации (дооценка объектов основных средств), возникновением курсовых разниц по вкладам в уставный капитал в иностранной валюте, а также при продаже акций по цене, превышающей их номинальную стоимость, при использовании средств, ассигнованных из бюджета на финансирование долгосрочных вложений. Добавочный капитал используется организацией в соответствии с законодательством и решениями ее органов управления.

В структуре инвестиций в основной капитал по источникам финансирования (без субъектов малого предпринимательства и параметров

¹ Финансовый учет. / Учебник под ред. Гетьмана М.Н., «Финансы и статистика», 2005 г. – с. 596.

² Федеральный закон от 26.12.1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».

неформальной деятельности) на современном этапе происходит сокращение доли собственных средств организаций, используемых на инвестиционные цели, с 45% - в январе – сентябре 2006 г. до 42,8% в январе – сентябре 2007 г. при увеличении удельного веса привлеченных средств, используемых на инвестиционные цели, с 54,9 до 57,2%. Надо отметить также, что несмотря на снижение доли использования собственных средств, в том числе прибыли, доля убыточных предприятий сокращается с 36,4% в 2005 г. до 32,5% в 2006 г.¹

Доля амортизационных отчислений в структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал в январе – сентябре 2007 г. по сравнению с соответствующим периодом 2006 г. уменьшилась на 2,4 процентных пункта и составила 20% от общего объема инвестиций в основной капитал.²

Привлеченные источники финансирования капитальных вложений.

Как было сказано ранее из привлеченных источников могут формироваться как собственные средства предприятия, так и заемные. Первые пополняют собственный капитал (как правило, уставный), вторые используются на срочной, платной и возвратной основе (кредитные ресурсы).

К привлеченным источникам увеличения собственного капитала предприятия, как было сказано выше, относятся:

- для ООО: дополнительные вклады участников, вклады третьих лиц;
- для АО: дополнительная эмиссия акций.

Акции – это долевые ценные бумаги, средства от выпуска которых формируют уставный капитал общества (отсюда и название – долевая ценная бумага, поскольку представляет долю в уставном капитале) и не подлежат возврату инвестору, если только общество не взяло на себя самостоятельно такие обязательства. В основе построения конструкции акций лежит идея о

¹ Данные Росстата, www.gks.ru.

² Данные Росстата, www.gks.ru.

сочетании в определенном соотношении прав на управление эмитентом и прав на получение части прибыли от деятельности эмитента (дивидендов). Собственно на различных сочетаниях этих двух выгод инвестора и строятся различные категории акций.

Акции, как известно, делятся на две главные группы: **обыкновенные и привилегированные**. Обыкновенные акции характеризуются тем, что они предоставляют право голоса на общем собрании акционеров, но при этом не предоставляют гарантий выплаты дивидендов – они выплачиваются только по решению общего собрания акционеров и только в том размере, который будет установлен на общем собрании.

При решении вопроса относительно того, какой тип акций следует выпускать, целесообразно руководствоваться следующими принципами. Привилегированные акции стоит выпускать на рынок компании, которая занимает стабильную нишу на рынке и ее операциям не угрожает высокий уровень операционного риска. Это связано с тем, что стабильный денежный поток денежных средств снижает вероятность возникновения затруднений у эмитента при выплате фиксированных дивидендов по выпущенным привилегированным акциям. Это позволяет снизить риск необходимости допуска владельцев данного типа акций к участию в собрании акционеров компании с правом голоса.

Обыкновенные акции являются более привлекательными с той точки зрения, что на объем их выпуска не существует ограничений (в отличие от 25%-го лимита по выпуску привилегированных акций в отношении размера уставного капитала), а также у большинства российских предприятий не существует определенной дивидендной политики, покупатели акций в качестве рассчитывают в основном на рост курсовой стоимости.

Дополнительный выпуск акций открытого акционерного общества может проводиться как по закрытой подписке (круг потенциальных приобретателей заранее определен), так и по открытой подписке (круг

потенциальных приобретателей заранее неизвестен). Закрытое акционерное общество может размещать свои акции только по закрытой подписке.

IPO (Initial Public Offering) – первичное публичное предложение акций компании через фондовый рынок. Российское законодательство определяет публичное размещение ценных бумаг как «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»¹. Однако в отечественной практике понятие IPO обычно трактуется более широко и включает различные способы публичного распространения акций среди широкого круга инвесторов: к IPO относят как первоначальное публичное размещение акций, так и иные формы публичного предложения акций на фондовом рынке, в том числе «частное размещение» среди узкого круга заранее отобранных инвесторов с получением листинга на бирже (*placing, private offering*), «вторичное публичное размещение» - т.е. публичное размещение компанией, чьи акции уже торгуются на бирже, дополнительного выпуска акций (*follow-on*), продажа широкому кругу инвесторов крупного пакета ранее размещенных акций, принадлежащих акционерам (*secondary public offering, SPO*), а также прямое публичное размещение эмитентом акций напрямую первичным инвесторам, без использования организованного рынка (*direct public offering, DPO*)².

Таким образом, выше были описаны методы привлечения из внешних источников ресурсов, которые образуют собственный капитал предприятия (переходящие в распоряжение предприятия на безвозвратной основе).

Теперь рассмотрим источники привлечения **заемных ресурсов**. К основным таким источникам относят: банковскую ссуду и облигационный заём.

¹ Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ "О рынке ценных бумаг".

² Потемкин А. «IPO вчера, сегодня, завтра...» // Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19). – с. 4.

Экономическая сущность этих двух инструментов схожа. Оба основаны на трех главных условиях:

1. возвратности – ресурсы предоставляются на определенное время, в течении которого заемщик должен наиболее эффективно их использовать (показатели, определяющие эффективность использования заемных средств будет рассмотрена ниже).

2. срочности – ресурсы предоставляются на заранее определенный срок, несвоевременное исполнение обязательства позволяет заимодавцу требовать возврата суммы долга.

3. платности – заимодавец за отказ от использования средств в собственных нуждах взимает с заемщика плату за пользование ссужаемой стоимостью.

Исторически заимодавцами являются специализированные институты – банки. Коммерческие банки на основе мультипликаторов эмитируют в обращение деньги в безналичной форме. Границы такой эмиссии определяются регулятором (Центральным банком), на основе обязательных нормативов деятельности коммерческих банков. Их показатели имеют привязку, например, к размеру собственного капитала банка, который всегда является ограниченным, возможности активных операций определяются срочностью пассивов.

Со временем деятельность предприятий расширялась, их потребности в денежных средствах росли, а отдельные банки уже не могли их обеспечить. Поэтому объективно появилась необходимость в расщеплении общего объема прав требования долга, и распространении (эмиссии) таких прав среди неограниченного круга лиц. Такие права требования стали облачать в ценные бумаги. В настоящее время, **долговыми ценными бумагами**, которые, по сути, предоставляют права, аналогичные правам заимодавца по кредиту (право возврата в определенный срок основной суммы долга и процентов по нему), являются облигации и векселя.

Согласно Гражданскому кодексу облигацией признается ценная бумага, удостоверяющая право ее держателя на получение от лица, выпустившего облигацию, в предусмотренный ею срок номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права¹.

Кроме того, федеральный закон «О рынке ценных бумаг» дает следующее определение **облигациям**: «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. Доходом по облигации являются процент и/или дисконт».

Векселя в данной работе не рассматриваются, так как являются преимущественно краткосрочным источником финансирования.

Условия (возвратность, срочность, платность), на которых основан кредит являются, на первый взгляд, ограничителями деятельности предприятий. Вполне логично, что предприятие будет стремиться больше использовать собственный капитал. Однако существуют объективные причины, по которым предприятие выбирает кредитный механизм как альтернативу финансирования за счет собственных источников.

Совокупность источников финансирования, которое использует конкретное предприятие, есть **структура капитала**. Задача менеджмента предприятия заключается в нахождении такой комбинации источников финансирования, при которой рыночная стоимость компании была бы максимальной.

¹ Гражданский кодекс, часть вторая, ст. 816.

Для обеспечения устойчивого финансового положения предприятия, обеспечения возвратности заемных ресурсов и повышения рентабельности собственного капитала большое значение имеет соотношение собственного и заемного капиталов, так называемый **финансовый рычаг**. Свойство финансового рычага заключается в том, что возникает возможность использовать капитал, взятый в долг под фиксированный процент, и увеличить прибыльность собственного капитала.

Эффект финансового рычага можно рассчитать следующим образом:

$$ROI = \frac{ЧП + \% \times (1 - T)}{ВБ - ККЗ}, \text{ где}$$

ROI – доходность инвестированного капитала,

ЧП – чистая прибыль,

% - проценты за кредит,

T – ставка налога на прибыль,

ВБ – валюта баланса,

ККЗ – краткосрочная кредиторская задолженность.

Тогда финансовый рычаг (ФР) равен

$$ФР = \frac{ROI \times ДКЗ - \% \times (1 - T)}{СК}, \text{ где}$$

ДКЗ – долгосрочная кредиторская задолженность.

Эффект финансового рычага заключается в том, что к норме прибыли на инвестируемый собственный капитал приращивается прибыль, получаемая благодаря применению заемных средств, несмотря на их платность.

$$ROE = \frac{ЧП}{СК} = ROI + ФР, \text{ где}$$

ROE – доходность собственного капитала,

СК – собственный капитал.

Рассчитаем финансовый рычаг для ОАО «Салаватстекло», разместившее два облигационных займа (на сумму 750 млн руб. и купоном 11,6 % в марте

2005 г., и 1 200 млрд руб. и купоном в 9,28 % в октябре 2005 г.), на основании данных результатов хозяйственной деятельности за 2006 г¹:

Чистая прибыль (ЧП) – 576 103 тыс. руб.,

Проценты уплаченные (%) – 167 145 тыс. руб.,

Валюта баланса (ВБ) – 5 013 499 тыс. руб.,

Краткосрочная кредиторская задолженность (ККЗ) – 463 103 тыс. руб.,

Долгосрочная кредиторская задолженность (ДКЗ) – 2 449 148 тыс. руб.,

Собственный капитал (СК) – 2 101 337 тыс. руб.

Тогда $ROI = 0,155 = 15,5\%$, $ФР = 0,12 = 12\%$, $ROE = 0,274 = 27,5\%$.

Как видно из приведенного примера, при использовании только собственных средств, доходность собственного капитала равна доходности на инвестируемый капитал, т.е. 15,5%. При соотношении заемных и собственных средств примерно 1:1 доходность собственного капитала составит 27,5%. То есть прирост прибыли за счет заемных средств составил 12%, при плате за них – 10,2 % (средняя ставка по облигациям двух выпусков). Как видно, финансовый рычаг составил значительную величину в общей доходности собственного капитала.

Кроме количественных показателей приемлемости использования собственного и заемного капитала, существуют различные теории, рассматривающие качественные характеристики деятельности компании.

Классическая теория структуры капитала Модильяни-Миллера (не учитывающая налогообложение) говорит о следующем: при совершенном фондовом рынке (т.е. должны выполняться определенные условия) рыночная стоимость нелевереджированной корпорации (не имеющей в своей структуре капитала долговые обязательства) и рыночная стоимость леввереджированной корпорации (имеющая в своей структуре долговые обязательства) равны. Иными словами, рыночная стоимость любой корпорации не зависит от структуры ее капитала.

¹ Бухгалтерская отчетность и данные по облигационным займам из базы данных эмитентов Cbonds, сайт www.cbonds.ru.

Теория Модильяни-Миллера, учитывающая налогообложение, гласит: стоимость леввереджированной корпорации превосходит стоимость нелеввереджированной корпорации, принадлежащей к тому же классу риска, на величину налога на прибыль.

Рассмотрим критическое изложение классической теории структуры капитала Модильяни-Миллера, а также всех существующих на сегодняшний день теорий оптимальной структуры капитала.

В теореме Модильяни-Миллера можно выделить следующие проблемы:

- Предположение об отсутствии издержек банкротства;
- Предположение о сильной информационной эффективности фондового рынка;
- Предположение о том, что единственная цель менеджеров – максимизация благосостояния акционеров корпорации;
- Существование налоговых асимметрий в реальном мире.

Таким образом, для учета структуры капитала, необходимо ослабить первоначальные предположения теоремы Модильяни-Миллера, т.е. сделать их более реалистичными. Следующие пять моделей¹ структуры капитала попытались учесть недостатки, изложенные выше.

Модели стационарного соотношения. На практике на выбор структуры капитала корпорации оказывает влияние два фактора: приведенная величина ожидаемых издержек банкротства и налоговые щиты. Чем выше уровень долговой нагрузки на корпорацию, тем выше (при прочих равных условиях) величина создаваемых долговой нагрузкой налоговых щитов (выгоды леввериджа). Чем выше уровень долговой нагрузки на корпорацию, тем выше вероятность того, что корпорация не сможет отвечать по своим долговым обязательствам, и тем выше вероятность ее банкротства. А значит, ожидаемые издержки банкротства (которые есть не что иное, как произведение вероятности банкротства на общие издержки банкротства) являются возрастающей функцией по долговой нагрузке корпорации.

¹ Рудык Н.Б. «Структура капитала корпорации: теория и практика». – М.: Дело, 2004.

Другими словами, чем выше долговая нагрузка на корпорацию, тем выше ожидаемые издержки банкротства. Разумный менеджер, зная о выгодах и об издержках левириджа, должен создать такую структуру капитала, которая позволяла бы получить максимум выгод при минимальных издержках. Таким образом, оптимальная структура капитала в моделях стационарного соотношения – это такая структура, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость ожидаемых издержек банкротства.

Модели ассиметричной информации. Между внешними инвесторами и менеджментом корпорация существуют серьезные информационные асимметрии, которые приводят к тому, что корпорации начинают следовать теории иерархии, выбирая источники финансирования. Корпорация следует теории иерархии, если начинает финансирование имеющегося инвестиционного проекта с помощью собственных средств. В случае их дефицита она эмитирует долговые ценные бумаги и, наконец, в последнюю очередь – долевые ценные бумаги. Корпорация должна эмитировать долговые ценные бумаги в моменты времени, когда инвесторы недооценивают компанию, и долевые ценные бумаги – когда переоценивают.

Единственная проблема с подобной стратегией заключается в том, что если инвестор знает, что корпорация эмитирует акции только в моменты, когда они переоценены рынком, и облигации – только в моменты, когда они недооценены рынком, то он никогда не купит акции этой компании, за исключением случая, когда корпорация уже достигла своего потолка долговой нагрузки, т.е. дополнительная эмиссия облигаций может привести к банкротству компании.

Корпорацию вынуждают придерживаться теории иерархии внешние инвесторы, которые (в условиях существования информационной асимметрии) при каждой очередной эмиссии акций подозревают корпорацию в том, что она пытается продать им переоцененные акции. В условиях существования информационной асимметрии между внешними инвесторами

и менеджментом эмиссия долговых ценных бумаг может использоваться корпорацией как сигнал того, что она принадлежит к классу «успешных» компаний.

Модели агентских издержек. Организационная форма открытого акционерного общества порождает два типа конфликтов: между менеджерами и акционерами и между акционерами и держателями долговых обязательств корпорации. Оба типа конфликтов приводят к снижению текущей рыночной стоимости компании. Для разрешения этих агентских конфликтов можно использовать структуру капитала. Конфликты между менеджерами и акционерами могут быть разрешены при помощи увеличения долговой нагрузки на корпорацию. Увеличение долговой нагрузки на корпорацию несет следующие положительные эффекты:

1. при прочих равных условиях каждое увеличение долговой нагрузки на корпорацию увеличивает долю обыкновенных голосующих акций, находящихся в собственности менеджмента компании (чем выше текущая стоимость корпорации, тем больше объемы денежных средств, которые удастся выручить за эмитируемые обязательства, а чем большее количество капитала удастся привлечь, тем больше менеджер может потратить на себя);

2. при прочих равных условиях каждое увеличение долговой нагрузки на корпорацию сокращает объемы свободных потоков денежных средств, доступных текущему менеджменту компании, что, в свою очередь, снижает их вероятность их нерационального использования;

3. увеличение долговой нагрузки на корпорацию предоставляет инвесторам дополнительные рычаги давления (возможность инициации банкротства корпорации) на текущий менеджмент корпорации.

Увеличение долгового финансирования связано как с выгодами (описанными выше), так и с издержками. В частности, каждое увеличение долговой нагрузки на корпорацию увеличивает вероятность того, что в будущем компания станет жертвой эффекта недостаточного инвестирования, который заключается в том, что из-за высоких издержек по обслуживанию

долга, компания сократит объемы финансовых фондов до уровня, при котором придется отказаться от потенциально прибыльных, но более долгосрочных инвестиционных проектов.

Кроме того, каждое увеличение долговой нагрузки на компанию увеличивает вероятность активизации агентских конфликтов между акционерами и держателями долговой нагрузки. При прочих равных условиях можно утверждать, что, чем выше уровень долговой нагрузки на компанию, тем больше мотивов у акционеров заместить имеющиеся инвестиционные проекты на максимально рискованные инвестиционные проекты, так как при структурировании долговых обязательств, издержки возможных финансовых затруднений распределяются между акционерами.

Разумный менеджер стремится к созданию такой структуры капитала, которая поддерживала бы разумный баланс между выгодами долговой нагрузки (разрешение агентских конфликтов между менеджерами и акционерами) и издержками долговой нагрузки (активизация агентских конфликтов между акционерами и держателями долговых обязательств компании).

Конфликты между акционерами и держателями долговых обязательств корпорации могут быть разрешены при помощи приобретения компанией репутации надежного заемщика. Отсюда следует, что компании с долгой и хорошей кредитной историей будут более активно использовать долговую нагрузку, нежели их «молодые» коллеги. Кроме того, можно утверждать, что с ростом значимости репутации менеджера снижается вероятность проведения инвестиционных проектов, разрушающих благосостояние держателей долговых обязательств корпорации, и увеличивается вероятность проведения инвестиционных проектов, разрушающих благосостояние акционеров компании.

Модели корпоративного контроля. Структура капитала корпорации оказывает значительное влияние на стоимость компании в момент возникновения угрозы ее поглощения (именно поэтому все модели

корпоративного контроля объясняют изменения структуры капитала лишь в краткосрочном периоде). Став целью враждебного поглощения, корпорация немедленно начинает наращивать объемы долговой нагрузки и одновременно выкупать обыкновенные голосующие акции у своих акционеров. Другими словами, компания сокращает собственный капитал и наращивает объемы заимствований. При этом выкуп акций производится за счет средств, полученных компанией от продажи долговых обязательств. Текущий менеджмент корпорации стремится манипулировать исходом враждебного поглощения компании, изменяя долю обыкновенных голосующих акций, находящихся в его собственности. Доля обыкновенных голосующих акций, находящаяся в собственности текущего менеджмента корпорации, отрицательно влияет на вероятность поглощения компании, то есть, чем выше доля акций, находящаяся в собственности текущего менеджмента, тем меньше вероятность поглощения корпорации. Текущий менеджмент использует структуру капитала как инструмент манипулирования долей обыкновенных голосующих акций, находящихся в его собственности. В частности, для увеличения этой доли менеджмент может начать наращивать долговую нагрузку на свою корпорацию. Увеличение доли обыкновенных акций, находящейся в собственности текущего менеджмента корпорации, приводит к росту премии поглощения и одновременно снижает вероятность его успешного завершения.

Структура капитала и конкурентная стратегия корпорации.

Наращивание в структуре капитала корпорации долговой нагрузки приводит к тому, что производственная политика компании становится более агрессивной. Чем выше будет величина долговой нагрузки корпорации, тем больше будет у этой корпорации мотивов по увеличению объемов производства. В этом случае, увидев, как компания наращивает долговую нагрузку, поймут, что это означает скорейшее увеличение объемов производства. Их действия будут иметь два исхода:

1. Полной пассивностью и сохранением своих объемов производства на прежнем уровне;
2. Попыткой сохранить текущий уровень цен (или, по крайней мере, избежать его резкого падения) при помощи сокращения объемов производства.

Однако для любой компании невыгодно, когда ее прибыли идут вниз из-за возросших объемов производства и падающих цен. Поэтому можно ожидать, что конкуренты нашей компании «подвинутся» и освободят часть объема производства.

В некоторых случаях использование долгового финансирования может приводить к сокращению уровня инвестиций. Мотивы компании по проведению того или иного инвестиционного проекта зависят от его ставки доходности. Эта ставка будет ниже для высоколевереджированной корпорации из-за существующей проблемы недостаточного инвестирования (часть доходов от инвестиционного проекта направляется на обслуживание долга). Таким образом, высокий уровень долговой нагрузки приводит к уменьшению ставки доходности, что в свою очередь делает корпорацию менее агрессивной в конкурентной борьбе за расширение имеющегося сегмента рынка. В одних случаях леведж может делать корпорацию более агрессивной, в других – наоборот – менее агрессивной.

Стратегический менеджмент и структура капитала. Относительный успех или неуспех корпорации зависит от того, насколько хорошо ей удастся адаптироваться к факторам внешней среды, оказывающим наибольшее влияние на деятельность компаний внутри данной отрасли.

Одним из наиболее значимых факторов является так называемый динамизм окружающей среды, который определяется как степень и нестабильность изменений в окружающей среде. Менеджменту корпораций, принадлежащих к отраслям, характеризующимся высоким динамизмом окружающей среды, приходится создавать все новые и новые инновационные стратегии, чтобы отвечать требованиям быстро изменяющейся окружающей

среды. Корпорации для выживания в подобной агрессивной среде корпорации должны вкладывать значительные инвестиции в специфичные активы (редкими, не обращающимися на рынке, невозможными к имитированию и незаменимыми активами, связанными с областью деятельности корпорации).

Это означает, что корпорация начинает принимать на себя значительно более высокие риски по сравнению с рисками, которые несут с собой традиционные инвестиционные стратегии. Поэтому в динамичной окружающей среде использование акционерного капитала всегда будет предпочтительнее, так как позволит снижать агентские издержки долгового финансирования и справиться с возросшей рискованностью бизнеса компании.

Таким образом, чем выше динамизм окружающей среды, тем в меньших объемах компания будет использовать долговую нагрузку, и, наоборот, чем ниже динамизм окружающей среды, тем в больших объемах компания будет использовать долговую нагрузку.

Чем большим количеством специфических активов владеет корпорация, тем в меньших объемах она будет использовать леввередж, и, наоборот, чем меньшим количеством специфических активов владеет корпорация, тем в больших объемах она будет использовать долговую нагрузку.

Таким образом, резюмируя все вышесказанное, выделим основные доводы в пользу использования компаниями заемного финансирования:

- Чем выше долговая нагрузка компании, тем выше налоговые выгоды, которые, в свою очередь, должны покрывать издержки возможного банкротства компании в случае невозможности отвечать по своим обязательствам;
- Как правило, предприятия эмитируют дополнительные акции в моменты, когда они переоценены, то есть результаты деятельности не соответствуют рыночной стоимости. Эмиссия же облигаций происходит в период недооцененности, когда в реальности компания ведет более

успешную деятельность. Таким образом, инвесторы будут предпочитать приобретать новые выпуски облигаций, а не акций.

- Нарращивание долговой нагрузки позволяет решать конфликты интересов между менеджерами и акционерами компании, так как в некоторых случаях дисциплинирует менеджеров, вынуждая их искать наиболее привлекательные объекты вложений. Нарращивая долговую нагрузку, предприятие также вынуждено будет поддерживать репутацию добросовестного заемщика.

- Нарращивание долговой нагрузки может использоваться в целях защиты от недружественных поглощений.

- Высокая доля долгового финансирования приводит к росту объемов продаж, что означает повышение агрессивности в политике компании, и служит сигналом для отрасли о начале конкурентной борьбы.

- Возможности использования долгового финансирования зависят от степени нестабильности отрасли. Чем она выше, тем руководство компании с большей опаской увеличивает долговую нагрузку, так как из-за больших рисков существует вероятность неисполнения своих обязательств.

Обозначив качественные аргументы в пользу использования долгового финансирования, необходимо исследовать, какова структура финансирования инвестиций в России на современном этапе. Этому вопросу будет посвящен следующий раздел.

2. Количественные характеристики источников финансирования инвестиционных проектов в России.

Российский фондовый рынок как важный элемент экономической инфраструктуры, в последние годы рос весьма динамично. С 1998 г. по настоящее время стоимость 200 самых капитализированных компаний выросла более чем в 30 раз, общая капитализация рынка сопоставима с объемом ВВП¹. Однако инструменты рынка капитала недостаточно используются для стимулирования экономического роста. Эмиссионное финансирование под крупные инвестиционные проекты и стратегические цели развития бизнеса не является массовым.

Рассмотрим соотношение объемов инвестиций в основной капитал и выпуска корпоративных облигаций. Как видно из данных таблицы 1, по стоимости новые эмиссии сейчас составляют около 10% объема инвестиций. Поэтому вряд ли можно говорить о реальном значительном участии средств, полученных от новых эмиссий, в финансировании инвестиций компаний. Привлеченные средства используются не только на реальные инвестиции, но и на иные цели: рефинансирование, реструктуризацию бизнеса, финансовые вложения, включая слияния и поглощения.

Таблица 1. Инвестиции и размещения корпоративных долговых ценных бумаг (млрд. руб.).

	2002г.	2003г.	2004г.	2005г.	2006г.	2007г.
Инвестиции в основной капитал	1762,4	2186,4	2865,0	3611,1	4580,5	4908,2
Новые выпуски корпоративных облигаций в рублях	54,9	83,1	142,2	275,3	486,1	472,2
Соотношение эмиссий и инвестиций, %	3,1	3,8	5,0	7,6	10,6	9,6

По данным: Росстат, ИА «Cbonds», журнал «Финанс.», расчеты автора

¹ А. Дворецкая «Ресурсы рынка капитала как источник финансирования реального сектора экономики» // «Вопросы экономики», №11, 2007 г. – с. 93.

Традиционно в большинстве развитых стран рынок капитала имеет преимущественно долговой характер. На Западе капитализация рынка облигаций достигает 60-65% общей капитализации. В США, где сильно развит рынок государственных ценных бумаг, в отдельные периоды доля облигаций превышала долю акций в 5-6 раз. В России рынок корпоративных акций и облигаций составляет менее 2% ВВП. Годовая капитализация рынка акций превосходит номинальную стоимость корпоративных облигаций почти в 20 раз¹. Однако в последние годы эмиссия долговых бумаг активизировалась. Это связано, в частности, с тем, что доленое финансирование более затратно: издержки привлечения, выплата дивидендов, и выкуп собственных акций превышают расходы по увеличению кредитного плеча и часто перевешивают выгоды от получения дополнительных средств. В 2006 г. сумма выплаченных дивидендов превысила объем привлеченных с 1996 г. средств в ходе IPO.

В целом облигации – более простой по своей структуре инструмент по сравнению с акциями, являющимся сложным симбиозом извлечения дохода и корпоративного контроля. В России с 1999 по 2007 г. было осуществлено более 1800 выпусков корпоративных облигаций, а их объем вырос с нулевого уровня до 470 млрд руб. к началу 2008 г.

Динамично развивается в нашей стране и рынок еврооблигаций: в 2006 г. корпоративные заемщики мобилизовали с помощью еврооблигаций и кредитных нот 27,58 млрд долл., в 2007 г. - 37,9 млрд. руб.² Данный рынок привлекателен по причине активного спроса западных инвесторов и большей доходности, компенсирующей более высокие эмиссионные издержки. Российские эмитенты осуществляют выпуски еврооблигаций на 15-30 лет (максимальный срок на внутреннем рынке – 6 лет).

Таким образом, все последние годы первичный фондовый рынок был преимущественно **облигационным**. Вследствие опережающего роста

¹ По данным www.cbonds.ru и www.investfunds.ru.

² Данные www.cbonds.ru.

выпуска облигаций росла их доля в совокупном рыночном финансировании, в долговом финансировании (включая кредиты) и в общей сумме инвестиций. Однако в 2005 г. начался бум IPO. Только в 2006 г. с их помощью было привлечено 461,4 млрд руб. В 2007 г. было проведено 25 IPO общим объемом 613,6 млрд руб., при этом 48% стоимостного объема пришлось на два банковских размещения – ВТБ (34%) и Сбербанк (14%)¹.

Бум публичных размещений сужает разрыв между сегментами рынка (см. табл. 2)

Табл. 2. Динамика выпуска акций и корпоративных облигаций (млрд руб.)

	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007г.
Эмиссия акций (IPO)	3,8	4,4	17,4	122,9	461,4	613,6
Новые выпуски корпоративных облигаций в рублях	54,9	83,1	142,2	275,3	486,1	472,2

По данным: www.offerings.ru, Cbonds, расчеты автора

Нередко основными мотивами публичного размещения акций выступают не потребности в финансировании для развития компании, а статусные и формальные причины. Компании капитализируются для повышения своего публичного ранга, распределения средств среди контролирующих владельцев, дальнейшей перепродажи на более выгодных условиях и выхода из бизнеса, изменения структуры контроля и пр. Так, акционерам была направлена вся выручка от IPO компаний «Пятерочка» и «Лебедянский» и половина выручки от IPO концерна «Калина».

Зачастую привлечение средств ведет не к увеличению, а к снижению стоимости компании. Однако в целом эмиссии акций позитивно влияют на инвестиционные возможности эмитентов. Рост капитализации компании после получения публичного статуса позволяет привлекать крупные кредиты и проводить эмиссии долговых ценных бумаг на выгодных условиях.

¹ Расчеты автора по данным www.offerings.ru.

Наблюдается и обратная зависимость: успешные облигационные эмиссии улучшают кредитную историю компании, облегчают осуществление новых долговых эмиссий и получение банковских займов; кроме того, они содействуют росту капитализации, формируют позитивный корпоративный имидж.

В свою очередь, на долговом рынке возможен выбор **банковского кредитования или облигационного финансирования**. Соответствующие данные по России представлены в таблице 3.

Таблица 3. Структура долгового финансирования сроком свыше 1 года в России (млрд руб.).

	2002г.	2003г.	2004г.	2005г.	2006г.	2007 г.
Объем рублевых облигаций в обращении по номиналу	108,9	159,8	267,6	481,3	901,8	1257,1
Всего банк. кредитов от 1 до 3 лет (данные ЦБ РФ)	353,0	659,4	865,3	1170,9	1512,8	2313,3
Всего банк. кредитов от 3 лет (данные ЦБ РФ)	121,5	192,9	330,8	566,9	1005,0	1916,9
Всего банк. кредитов свыше 1 года (данные ЦБ)	474,5	852,3	1196,1	1737,8	2517,8	4230,2
Банковские кредиты и кредиты нерезидентов (данные Росстата)	85,2	116,3	176,5	235,6	363,6	
Всего долговое финансирование	583,4	1012,1	1463,7	2219,1	3419,6	5487,3
Доля, % кредитов корпоративных облигаций	81,3 18,7	84,2 15,8	81,7 18,3	78,3 21,7	73,6 26,4	77,1 22,9
Бюджетные средства (средства консолидированного бюджета) данные Росстата	289,6	358,0	401,0	589,2	769,3	

Как следует из данных таблицы 3, объемы долгового финансирования в нашей стране увеличились за указанный период почти в 10 раз¹, при этом наблюдается тенденция некоторого уменьшения доли кредитов банков, что объясняется бурным ростом рынка корпоративных облигаций. Пока на их долю приходится 1/10 часть общего финансирования, но перспективы развития этого сегмента рынка весьма благоприятны. Спрос на облигации будет поддерживаться за счет расширения круга эмитентов.

Все большее предпочтение реципиентами эмиссионного финансирования определяется действием многих факторов. Рассмотрим подробнее три его базовых параметра: объем, цену заимствования и сроки.

Объемы. Банковская система с учетом ее недостаточной капитализации не в состоянии кредитовать крупные проекты. Почти 90% банков не способны выдать ни одного кредита объемом 10 млрд долл., при том что минимальный порог инвестиционного кредита – 50 млн. долл. Между тем средний размер эмиссии рублевых облигаций в 2007 г. составил примерно 2 млрд руб. По данным Cbonds, доля крупных облигационных займов (от 3 млрд руб.) в 2007 году составила чуть больше половины общего объема².

Таким образом, нуждающиеся в крупном финансировании предприятия скорее предпочтут эмиссионное финансирование; затем следует синдицированное (чаще всего среднесрочное) кредитование. Получение крупного единичного банковского кредита инвестиционного характера для неаффилированного заемщика практически нереально.

Стоимость привлечения. Стоимость привлечения средств на облигационном рынке в настоящее время ниже, чем на рынке банковского кредитования. Так, ставка купона по облигациям, определяемая на аукционе

¹ В таблице приведены данные Росстата и ЦБ РФ. Однако, как видно из таблицы, по данным Росстата бюджетные средства более, чем в 2 раза превышают объемы банковских кредитов и кредитов нерезидентов, что является некорректным. Поэтому выводы данной работы строятся на данных ЦБ РФ.

² Расчеты автора по данным за 2007 год, www.cbonds.ru.

при размещении, в 2007 г. составила 9,66%¹, по кредитам свыше 3 лет 14,6-15,6%. Средним и малым предприятиям кредиты обходятся еще дороже – до 17-18%.

Сроки. В целом банковская система является краткосрочным кредитором экономики: более половины всех кредитов (53,4%²) выдано на сроки до одного года. В 2000-2006 гг. доля кредитов, выдаваемых на срок свыше одного года, выросла с 30 до 45%. Однако доля наиболее важных для экономики долгосрочных ссуд (сроком свыше трех лет) составляет лишь 20%. Между тем максимальные сроки корпоративных рублевых облигационных займов в последние три года составляют шесть лет, а по еврооблигациям – 10 лет (были даже размещения 30-летних займов³).

Итак, по ключевым параметрам финансирования – объемы, стоимость, сроки – более **предпочтительным** **выглядит** **эмиссионное финансирование**. Кроме того, очевидны следующие выгоды от облигационного финансирования: беззалоговый характер, возможность управления собственным долгом как посредством офферт, так и путем проведения операций с бумагами эмитента, рыночный характер ценообразования, более длительные сроки займов. Однако здесь нужно учитывать и ряд обременений: необходимость соблюдения стандартов ФСФР по обязательному раскрытию информации; длительные сроки размещения (60-80 дней); подготовка более объемной документации (проспект эмиссии, договор андеррайтинга, договоры с платежным агентом, депозитарием); эмиссионный налог.

Таким образом, было обосновано использование в качестве финансирования инвестиционных проектов именно облигационные займы.

¹ Расчеты автора по данным за 2007 год, www.cbonds.ru.

² По состоянию на 01.01.2008г, Бюллетень банковской статистики, www.cbr.ru.

³ ОАО «Газпром», данные ИА Cbonds, www.cbonds.ru.

Глава III. Оптимизация эмиссии облигаций при осуществлении инвестиционного проекта.

1. Конструирование параметров займа под потребности инвестиционного проекта.

1.1. Объем облигационного займа.

Основной целью конструирования облигационного займа в данной работе является финансирование потребностей инвестиционного проекта. Следовательно, величина инвестиций, которые необходимо привлечь, определяется параметрами конкретного бизнес-плана. Как было сказано в первой главе, экономически более эффективным является развитие производства за счет реконструкции и технического перевооружения, так как это требует меньших капитальных вложений, чем в строительстве. Исходя из этого, объемы облигационного займа меньше у эмитентов, которые собираются обновлять оборудование, и больше – при строительстве. Если же инвестиционный проект предполагает основание нового производства, которое предполагает сначала строительство завода, а затем установку оборудования, то облигационный заем может разбиваться на части и размещаться в разные сроки (такие возможности будут рассмотрены далее).

Таким образом, основополагающей характеристикой при определении объемов облигационного займа является размер инвестиций по конкретному проекту. Однако, помимо планов предприятия, ограничения по размеру привлекаемых ресурсов устанавливаются извне.

Во-первых, это законодательные ограничения. При выпуске организациями облигаций Федеральными законами «Об обществах с ограниченной ответственностью» и «Об акционерных обществах» установлены следующие ограничения. Выпуск облигаций обществом допускается после полной оплаты его уставного капитала. Номинальная стоимость всех выпущенных обществом облигаций не должна превышать размер уставного капитала общества и (или) величину обеспечения,

предоставленного в этих целях обществу третьими лицами. При отсутствии обеспечения, предоставленного третьими лицами, выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения годовой бухгалтерской отчетности за два завершённых финансовых года. Каким образом возможно увеличение уставного капитала, было рассмотрено в первой главе. Возможные виды и выбор обеспечения при выпуске облигаций будут рассмотрены в соответствующем разделе этой главы.

Во-вторых, помимо законодательных ограничений, существуют определенные требования рынка. Объем займа должен соответствовать показателям деятельности компании, чтобы не вызвать возможного дефолта по облигациям. В частности, если в решение о выпуске облигаций встроены оферты, то в период до этой оферты выручка должна превосходить размер займа по номиналу. Таким образом, компания страхуется от возможного полного погашения/приобретения всего выпуска облигаций.

Третьим параметром, от которого зависит объем займа, являются издержки по его организации (как денежные, так и неденежные). На подготовку займа уходит немало времени, поэтому нецелесообразно выпускать облигации при небольших объемах. Что касается денежных расходов (оплата расходов организаторов, государственной пошлины за регистрацию выпуска (до 100 тыс. руб.), оплата комиссий инфраструктурных организаций и др.), хоть они и определяются в процентах от суммы займа, однако, как правило, уменьшаются с ростом величины заимствования. Также недостаточная величина займа может привести к потере ликвидности облигаций на вторичном рынке (так как бумаги могут «осесть» на руках у первичных владельцев до даты погашения), что, в свою очередь приведет к снижению инвестиционной привлекательности облигаций эмитента.

Однако следование только требованиям рынка не является залогом успешного размещения. Если предприятие устанавливает какой-то определенный объем заимствования, но при этом не обосновывает его размер,

на рынке могут возникнуть сомнения по поводу целесообразности такого займа и надежности эмитента как заемщика. В этом случае, правильным будет обоснование параметров облигационного займа (что относится не только в параметру объема), а именно подробного раскрытия планов по использованию средств. Идеальным было бы анонсирование инвестиционного проекта, однако его содержание является сугубо внутренней информацией, и российские предприятия пока не готовы к такому уровню публичности. В эмиссионных документах обычно уделяется мало внимания этому вопросу, а если и приводится какое-то описание, то эти планы могут не совпадать с реальной деятельностью компании. Однако существуют и примеры успешного построения отношений с инвесторами (investor relation – IR), например, крупные металлургические компании публикуют объемные, красочно оформленные отчеты (ГМК «Норильский никель», «Северсталь» и др.), или ЗАО «Гражданские самолеты Сухого», внедряющее новые образцы самолетов, очень подробно раскрывает свою информацию о ходе реализации проектов и степень их готовности. В то же время широкая публичность не является характеристикой средних компаний-эмитентов. Однако автору видится, что в ходе конкурентной борьбы на фондовом рынке, компании будут строить более тесные отношения с инвесторами.

1.2. Срок обращения облигации.

Срок обращения облигации является также характеристикой конкретного бизнес-плана инвестиционного проекта, и условно принимается равным сроку выхода предприятия на проектную мощность. Как было сказано выше, объемы заимствования зависят от направления инвестиций, то же можно отнести и к срокам, - быстрее окупаются проекты по обновлению оборудования. Таким образом, объемы займов и сроки имеют прямую зависимость. С точки зрения инвесторов, решающих задачу оптимизации

соотношения «риск-доходность», в целях снижения риска также привлекательнее короткие займы, однако и доход по таким облигациям ниже.

На российском облигационном рынке средний срок заимствования составляет 2-3 года, при этом средние объемы заимствований составляют около 1 млрд руб. Такие объемы размещаются и на меньший срок, однако количество таких эмиссий гораздо ниже. На срок от 3 до 5 лет размещаются выпуски объемом 2-3 млрд руб. Выпуски сроком выше 5 лет единичны, их объемы – от 3 до 5 млрд руб.¹

Если инвестиционный проект имеет сложные денежные потоки, и высвобождение ресурсов происходит неравномерно, то основная сумма долга по облигационному займу может погашаться частями в течение срока обращения облигации. Погашение номинала облигации частями называется **амортизацией** долга. Сроки и стоимость такого погашения определяется в решении о выпуске.

Для снижения рисков и продвижения облигаций на рынок эмитентами также может использоваться возможность **досрочного погашения облигаций** по требованию владельцев и по усмотрению эмитента. Стоимость такого погашения по требованию владельцев определяется эмитентом или в виде формулы в переменными показателями (курс ценной бумаги, валюты), которые не могут меняться в зависимости от усмотрения эмитента. Если же досрочное погашение инициировано эмитентом, то стоимость погашения не может устанавливаться эмитентом, в этом случае используется только формула.

Также решением о выпуске может быть предусмотрена **возможность приобретения облигаций эмитентом** по соглашению с их владельцами или/и по требованию владельцев. В этих случаях эмитент выставляет публичную безотзывную оферту, в которой указывается порядок и цена приобретения. Цена может устанавливаться в виде формулы с переменными, либо по усмотрению эмитента. При этом, в случае приобретения по

¹ Расчеты автора, данные www.cbonds.ru.

требованию владельцев, цена не может устанавливаться по усмотрению эмитента.

При относительно коротких заимствованиях на срок до трех лет предпочтительным является установление **фиксированного** срока обращения. Фиксированность срока обращения также может определяться отраслью и спецификой деятельности эмитента. Так, например, руководители строительных компаний считают, что при финансировании строительства применение офферт нежелательно ввиду долгосрочности проектов в этой отрасли. Однако в некоторых случаях бывает целесообразнее устанавливать плавающие сроки обращения, например, при первом выходе эмитента – среднего предприятия на рынок, у которого отсутствует публичная кредитная история, или при недостаточном объеме выпуска для обеспечения ликвидности рынка.

При долгосрочных займах (от 3 до 5 лет) более предпочтительным является установление **переменного срока** обращения в целях повышения инвестиционных характеристик ценной бумаги (в случаях изменения рыночной конъюнктуры или недостаточно ликвидном вторичном рынке). Часто используемой практикой также является управление сроком обращения облигаций с помощью рефинансирования долгосрочного облигационного займа серией краткосрочных. Либо если компания провела IPO акций, с помощью размещения нескольких последовательных выпусков биржевых облигаций (см. дальше).

Сроки и условия выставления офферты на досрочное приобретение/погашение облигаций могут определяться эмитентом в любой момент в течение срока обращения облигации. В то же время существует практика, когда факт выставления офферты ставится в зависимость от каких-либо фактов в деятельности компании. То есть у эмитента существует обязанность выставить офферту при наступлении определенных обстоятельств. Такие обязательства стали носить название **ковенантов**.

Ковенанты представляют собой обязательства, ограничивающие деятельность эмитента. Такого рода обязательства могут устанавливаться в форме либо запрета на совершение каких-либо действий (негативные ковенанты), либо обязанности эмитента совершить определенные действия (позитивные ковенанты). При этом ковенанты могут быть предусмотрены в виде определенных финансовых критериев, которым в течение срока обращения облигаций должен соответствовать эмитент (или группа, к которой принадлежит эмитент).

Использование ковенантов на практике обусловлено несколькими причинами. Во-первых, ковенанты обычно устанавливаются в долговых инструментах с продолжительным сроком обращения, в течение которого необходима максимальная определенность относительно параметров деятельности эмитента. Во-вторых, использование ковенантов необходимо, когда для обеспечения исполнения обязательств нет возможности установить залог на активы эмитента. В таком случае инвесторы больше полагаются на денежный поток от экономической деятельности эмитента, нежели на продажу его активов в порядке обращения взыскания.

В российских облигационных выпусках часто отсутствуют какие-либо дополнительные права инвесторов в отношении эмитента. Эмитент принимает на себя лишь основное обязательство по возврату суммы займа в срок с процентами, а также предоставляет право требовать досрочного погашения облигаций в случае нарушения срока выплаты купонного дохода. Помимо этого, на практике отсутствуют облигации с залоговым обеспечением, а институт общего собрания владельцев облигаций вообще не предусмотрен в законодательстве. Все это делает российский облигационный рынок чрезвычайно рискованным.

Вместе с тем, несмотря на практику, сложившуюся на долговом рынке, в некоторых выпусках все же был использован ряд инновационных структур с применением ковенантов.

В решении о выпуске облигаций ООО «МИЭЛЬ-Финанс» было определено условие, согласно которому владельцы облигаций имеют право требовать приобретения эмитентом облигаций выпуска в случае уменьшения суммарного значения «показателя операционных активов» (сумма основных средств и оборотных активов бухгалтерского баланса конечного заемщика) фактического заемщика до уровня менее 2,1 млрд руб.

В решении о выпуске облигаций ООО «ДЗ-Финанс» было предусмотрено право владельцев облигаций требовать приобретения эмитентом облигаций выпуска в случае, если по данным бухгалтерской отчетности фактического заемщика за любой отчетный период начиная с даты начала размещения облигаций и до даты погашения облигаций показатель «долг/собственные средства» превысит 1. Следует также отметить решение о выпуске облигаций ЗАО «КМБ-Банк» серии 02, согласно которому владельцам облигаций предоставляется право требовать досрочного погашения облигаций в случае снижения доли компании «Интеза Холдинг Интернешнл С.А.» в уставном капитале эмитента ниже 50%+1.

Другой эмитент, ООО «Объединенные кондитеры - Финанс», предусмотрел право требовать досрочного погашения облигаций в случае просрочки более чем на 30 дней исполнения эмитентом и/или любым из поручителей своих обязательств по выплате суммы основного долга по полученным ими банковским кредитам/займам и/или иным долговым обязательствам указанных лиц. При этом такое право возникает при условии, что сумма основного долга по соответствующему просроченному обязательству превышает \$10 млн на дату истечения срока исполнения данного обязательства.

Включение подобных ковенантов можно назвать прорывом, однако такие случаи пока являются скорее исключением. На российском облигационном рынке эмитенты еще не принимают на себя жестких ограничений перед инвесторами. Из приведенных примеров использования ковенантов видно, что они не могут оказывать значительного влияния на

деятельность эмитента. В первом случае, например, по итогам 2006 года операционные активы «МИЭЛЯ» составляли 21,7 млрд руб., то есть в 10 раз больше, чем уровень, закрепленный в ковенанте. Очевидно, что когда «показатель операционных активов» упадет ниже заложенного уровня, осуществлять право выкупа облигаций будет бесперспективно, поскольку компания, скорее всего, будет банкротом. Во втором случае также сомнительно, что инвесторы смогут влиять на развитие ситуации, когда коэффициент соотношения долга к собственным средствам превысит 1.

Выпуск ЗАО «КМБ-Банк» является по-настоящему прогрессивным, поскольку в нем впервые был использован стандартный ковенант о запрете на смену контроля. Причиной включения таких ограничений за рубежом были массовые случаи сделок слияний и поглощений, которые приводили к снижению рейтинга облигаций. В российских условиях данная ковенанта позволяет защищаться от риска того, что новые собственники будут по-иному развивать бизнес, чем было обещано инвесторам при размещении облигаций.

Не менее прогрессивен и выпуск ООО «Объединенные кондитеры - Финанс», где закреплено положение о кросс-дефолте, когда неисполнение других денежных обязательств эмитента или его дочерних обществ приводит к необходимости погасить облигации.

Сложившаяся ситуация, когда в российских облигациях не используются ковенанты, не будет продолжаться долго, поскольку с увеличением числа размещений конкуренция за деньги инвесторов становится серьезнее.

В таких условиях эмитентам придется повышать привлекательность своих бумаг различными способами, в том числе путем предоставления инвесторам дополнительных прав, в частности - путем закрепления различных ковенантов. Кроме того, правильный подбор ковенантов становится дополнительным аргументом на переговорах с потенциальными инвесторами и таким образом помогает снизить стоимость финансирования.

Ниже приводится описание ковенантов, которые распространены в практике международных облигационных заимствований.¹

Запрет залога. Согласно данному обязательству, эмитенту или его дочерним компаниям запрещается создавать права залога в отношении своих активов с тем, чтобы не было кредиторов, которые бы имели приоритет перед владельцами облигаций в случае банкротства эмитента или его дочерних компаний. Или при осуществлении инвестиционного проекта по обновлению оборудования, устанавливается запрет залога производственного здания, на основе которого реализуется проект, таким образом минимизируются риски по проекту (риск смены собственника и изменения политики предприятия).

Запрет на распоряжение активами. Подобный запрет направлен на предотвращение ситуации, когда эмитент оказывается без своих существенных активов. При включении такого ковенанта одновременно предусматриваются критерии допустимых сделок, позволяющие не парализовать ход реализации инвестиционных проектов и текущую хозяйственную деятельность эмитента.

Запрет на сделки с аффилированными лицами. Данный ковенант запрещает эмитенту и его дочерним обществам совершать сделки с аффилированными лицами. При этом могут предусматриваться исключения, смысл которых заключается в том, чтобы условия таких сделок были не менее выгодными для эмитента (дочернего общества), чем при сравнимой рыночной сделке, заключенной с неаффилированным лицом. Данный ковенант имеет большое значение при реализации инвестиционных проектов, когда инвесторы не застрахованы от неэффективного использования заемных средств (например, при строительстве цены материалов могут устанавливаться выше рыночных, если поставщиками являются аффилированные лица, что приведет к повышению сметной стоимости и

¹ Туктаров Ю., Толстухин М. «Эмитенты учатся самоограничению» // «Cbonds.Review», июль 2007г.

снижению прибыльности проекта, то же можно говорить и о поставщиках оборудования).

Запрет на слияние. В соответствии с запретом на слияние эмитенту и его дочерним обществам запрещается принимать решение о какой-либо реорганизации (путем слияния, разделения, присоединения, выделения, преобразования) или участвовать в любом другом типе корпоративной реструктуризации.

Ограничения на выплаты. Данные ограничения касаются запрета на выплату дивидендов и выкуп акций. Цель данного ковенанта состоит в устранении риска декапитализации эмитента. Такие ограничения чаще встречаются в выпусках эмитентов со спекулятивным уровнем кредитного рейтинга. Риск декапитализации эмитента также может отслеживаться с помощью установления финансовых показателей. В западной практике значение данного ограничения велико, поскольку денежный поток из компании часто выводится посредством выплаты дивидендов.

Требования к финансовым показателям. Эмитент может принять ограничения относительно своих базовых финансовых показателей. На какие коэффициенты надо обращать внимание, зависит от вида бизнеса эмитента и факторов риска, характерных для этого бизнеса. Финансовые ограничения могут быть привязаны к давно известным бухгалтерским показателям: стоимость чистых активов; текущая ликвидность; коэффициент покрытия процентов. При этом финансовые показатели могут касаться деятельности как компании в целом, так и характеристик конкретного инвестиционного проекта (например, коэффициент прибыльности инвестиций).

В настоящее время отсутствуют какие-либо правовые препятствия для использования ковенантов в качестве условий облигаций. Вместе с тем, сложности могут быть связаны с отсутствием дополнительных механизмов, делающих ковенанты особенно эффективными рычагами воздействия на эмитента.

Вместе с тем, следует учитывать, что за рубежом эффективность ковенантов обеспечивается наличием механизмов, позволяющих отслеживать наличие или отсутствие описанных в ковенанте обстоятельств. Например, ковенанты, привязанные к коэффициентам, проверяются аудиторами (чаще всего это компании «большой четверки»), которые по результатам расчетов составляют так называемый «сертификат соответствия» (compliance certificate), где фиксируют свои выводы.

Кроме того, в иностранном праве существует фигура «представителя владельцев облигаций» (trustee), который уполномочен заявить о нарушении ковенанта и вправе потребовать досрочного погашения или выкупа облигаций (он обычно действует при наличии на то воли определенного количества владельцев облигаций, выраженной на «собрании владельцев облигаций»).

В российских условиях могут использоваться аналогичные механизмы. В частности, в облигации может быть названо лицо, которое уполномочено рассчитывать коэффициент, а также установлен порядок предоставления эмитентом информации такому лицу. Однако осуществление права на досрочное погашение облигации (или права на ее выкуп) может иметь место только в индивидуальном порядке. При этом возможные противоречия должны разрешаться в суде.

Таким образом, тенденцией настоящего времени является установление более жесткой зависимости срока обращения облигаций от хозяйственной деятельности компании, а также эффективности использования средств в конкретном инвестиционном проекте. В случае негативных результатов деятельности компании владельцы облигаций могут прибегнуть к праву досрочного погашения или приобретения эмитентом.

1.3. Доход по облигациям.

Размер дохода по купону определяется в первую очередь потребностями эмитента и условий конкретного инвестиционного проекта. Рыночная ставка

доходности по облигациям сравнивается с внутренней ставкой доходности инвестиций (IRR) по конкретному инвестиционному проекту (см. Приложение №1). Если IRR превышает текущее значение доходности на рынке, то купон принимается в диапазоне рыночной доходности.

Отношения между купонной ставкой, требуемой (рыночной) доходностью и ценой облигации в общем виде можно записать следующим образом:

Купонная ставка < требуемая доходность → цена < номинал (облигация торгуется в дисконтом)

Купонная ставка = требуемая доходность → цена = номинал

Купонная ставка > требуемая доходность → цена > номинал (облигация торгуется с премией).¹

Исходя из этого с целью повышения инвестиционной привлекательности облигаций, купонная ставка должна быть выше требуемой доходности, устанавливаемой рынком. Так из-за «ипотечного» кризиса 2007 года, ставки купона выросли до 16%, тогда ранее можно было разместить средние выпуски под 8-9%, а более объемные – 11-12%.

Что касается специфики конкретного инвестиционного проекта, то, как уже было сказано, обновление оборудования требует меньших капитальных вложений на меньший срок, чем при строительстве. Такая же зависимость прослеживается и при определении ставки доходности: за небольшие объемы заемных средств эмитент уплачивает меньший процент, за возможность длительного пользования значительными ресурсами эмитент вынужден платить большими ставками.

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» доходом по облигации является процент и/или дисконт. Доход владельца облигации состоит в том, что он приобретает облигацию по цене, ниже номинала, а в момент погашения получает номинальную стоимость. Других выплат (купонов)

¹ Фабочки Ф.Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии. 2-е изд., испр. и доп. / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – с. 47.

облигация не предусматривает. Дисконтные облигации редко используются российскими компаниями, как правило, их выпуск – прерогатива государственных органов и муниципальных образований. Однако, при выпуске биржевых облигаций популярностью стали пользоваться именно дисконтные облигации (например, готовятся выпуски биржевых дисконтных облигаций «Аптечной сетью 36.6», «Группы Разгуляй»¹).

Согласно Стандартам эмиссии **размер дохода** по облигациям может устанавливаться в цифровом выражении, в виде процента от номинала (который в свою очередь может определяться в виде формулы с переменными, значения которых не могут меняться в зависимости от усмотрения эмитента) или в виде дисконта.

Размер купона может определяться эмитентом до даты начала размещения и после государственной регистрации отчета об итогах выпуска эмитентом, инвесторами - в ходе публичных торгов по размещению облигаций. При этом размер первого купона может устанавливаться эмитентом только до даты начала размещения, либо в ходе торгов. Таким образом, эмитенту в ходе торгов необходимо определить первый купон, размеры последующих могут оставаться неопределенными. Однако в этом случае у эмитента появляется обязанность приобрести или погасить облигации по требованиям их владельцев (выставить оферту) в дату выплаты последнего определенного купона.

Купон, который устанавливается эмитентом в ходе размещения, и не меняется до погашения облигации, называется **фиксированным** купоном.

Однако, в связи с риском выплаты значительных сумм по сравнению с рыночными ставками, на практике, большую популярность получили купоны с **переменной** ставкой, имеющие фиксированное значение для каждого купонного периода, но различные в течение срока обращения облигации.

Как было сказано выше, согласно Стандартам эмиссии, у эмитента есть возможность менять размеры купонов в течение всего срока обращения

¹ Информация сайта www.cbonds.ru.

облигаций, и это является необходимым в условиях нестабильности рыночной конъюнктуры, если срок обращения является длительным, однако в этом случае появляется обязанность выставления оферт по приобретению/погашению облигаций перед сменой купона. Так если рыночная доходность по облигациям падает, и эмитенту выгодно снизить размер купона, чтобы не переплачивать, существует риск, что придется погашать или выкупать часть объема займа.

Плавающая ставка по купону предполагает порядок определения в виде формулы с переменными (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги и др.).

Так, по облигациям второй серии ОАО «Лебедянский» процентная ставка первого купона определяется на аукционе. Процентная ставка по 2-12 купонам определяется как сумма MosPrime Rate на срок 3 (три) месяца на дату, предшествующую дате выплаты предыдущего купона и Премия в размере 143 б.п.

По облигациям ООО «Стратегия-Лизинг» процентные ставки купонов равны ставке рефинансирования Центрального Банка Российской Федерации на дату начала купонного периода.

Форма выплаты купонного дохода настоящим законодательством не ограничивается, однако биржевые правила листинга могут ограничивать выплату купона денежными средствами, например, при включении облигаций в котировальный список «В»¹. В то же время, принимая во внимание абсолютную величину выплат по купону, использование неденежных форм выплаты не оправдано.

Продолжительность купонного периода, как правило, является общепринятой на рынке и имеет постоянную величину в течение всего срока выпуска. В облигационных займах российских эмитентов эта величина равна полугоду, реже трем месяцам.

¹ Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «ФБ ММВБ» от 22.11.2007 г.

2. Способы повышения инвестиционной привлекательности облигаций.

2.1. Выбор обеспечения займа и выбор агента.

Согласно Стандартам эмиссии в качестве **обеспечения** исполнения обязательств могут использоваться: залог, поручительство, банковская гарантия, государственная и муниципальная гарантия.

Предметом залога могут быть только ценные бумаги и недвижимость (Закон «О рынке ценных бумаг»).

По договору поручительства поручитель обязывается перед кредитором другого лица отвечать за исполнение последним его обязательства полностью или в части¹. Фактически в российском законодательстве не существует ограничений по размеру предоставляемого поручительства третьими лицами. То есть законодательно предприятие практически с нулевым балансом может поручиться на несколько миллиардов рублей. На практике же, адекватность размера поручительства оценивается инвесторами, за которыми остается окончательное принятие решения об инвестировании.

Объем поручительства не отражается на балансе у поручителя, поручительство указывается на забалансовых счетах, которые не влияют на величину активов и пассивов поручителя, также при поручительстве отсутствует требование возмездности, круг потенциальных лиц, которые могут предоставить такое обеспечение, шире. Именно по этим причинам поручительство как обеспечение исполнения обязательств стало наиболее популярным среди эмитентов.

Применительно к финансированию инвестиционных проектов, а именно: проектов по строительству и обновлению оборудования, использование поручительства видится автором следующим образом.

В финансировании проектов в строительстве, организация которого была рассмотрена в первой главе, может участвовать несколько компаний. Как правило, это заказчик и различные подрядные организации. Одновременно заказчик может быть и инвестором строительства. В этом

¹ Гражданский кодекс (часть первая), ст. 361.

случае для привлечения дополнительных средств он может использовать облигационные займы. Если уставного капитала заказчика не хватает для выпуска нужного объема облигаций, подрядные организации выступают поручителем по займу. Привлеченные от эмиссии средства заказчик передает подрядчику для финансирования последующего строительства.

Аналогичные схемы используются при финансировании приобретения оборудования на лизинговых условиях (см. главу 1). В этом случае лизингополучатель поручается по облигационным обязательствам лизинговой компании. Последняя в свою очередь выпускает облигации, покупает оборудование и передает ее в лизинг предприятию, которое осуществляет инвестиционный проект (лизингополучателю).

Такие простейшие схемы стали популярными на российском рынке облигаций. Более того, в случае отсутствия необходимой группы компаний, может создаваться **специальное юридическое лицо**, которое не ведет никакой хозяйственной деятельности, но главной задачей которого является выпуск облигаций под поручительство основной компании. В российской практике компании, которые создаются просто для организации эмиссии облигаций, называют special purpose vehicle, или SPV. На российском рынке корпоративных облигаций SPV (обычно в форме общества с ограниченной ответственностью) создаются для ускорения подготовки эмиссионных документов и соблюдения требований законодательства.

Подготовка проспекта ценных бумаг вновь созданного юридического лица осуществляется на основании бухгалтерской отчетности за один квартал, в течение которого эмитент-SPV не ведет никакой хозяйственной деятельности. Подготовка такого проспекта занимает значительно меньше времени, чем подготовка проспекта компании, которая осуществляет деятельность в течение продолжительного периода времени. Кроме того, у основной компании–получателя средств от облигационного займа отсутствует обязанность публичного раскрытия информации, т.к. она не

является эмитентом ценных бумаг. Однако со второй половины 2008 года ФСФР намеревается обязать раскрывать информацию также и поручителей.

Между тем в западной финансовой практике SPV означает больше, чем просто компания для одной сделки. В контексте секьюритизации, для того чтобы компания была признана SPV, она должна соответствовать определенным критериям, которые формализованы в специальных требованиях рейтинговых агентств. Например, Standard & Poor's учитывает следующие критерии SPV в своих рейтингах:

(I) ограниченные цели деятельности и правоспособность;

(II) ограничение на дополнительные заимствования;

(III) участие независимого директора в совете директоров SPV;

(IV) запрет на добровольную ликвидацию, реорганизацию, а также на добровольную подачу заявления о признании SPV банкротом;

(V) ведение деятельности и отчетности отдельно от других лиц для недопущения «существенной консолидации»;

(VI) возможность предоставить инвесторам обеспечение в отношении всех активов SPV (Standard & Poor's structured finance ratings: European Legal Criteria 2005)¹. Все эти требования прямо или косвенно направлены на снижение или устранение риска ликвидации, реорганизации и банкротства эмитента-SPV.

Справедливости ради нужно отметить, что среди российских эмитентов-SPV все-таки есть компании, которые отвечают международным стандартам SPV. К числу таких эмитентов относится ипотечный агент, признаваемый специализированной коммерческой организацией, исключительным предметом деятельности которой является приобретение ипотечных кредитов (займов) и/или залладных, а также осуществление эмиссии облигаций с ипотечным покрытием (ст. 8 Закона «Об ипотечных ценных бумагах»). Помимо облигаций с ипотечным покрытием российские

¹ Карпачева М., Соболев Д., Туктаров Ю. «Незащищенность инвесторов будет непременно использована при ликвидации «эмитентов-SPV». // «Cbonds.Review», август 2007 г.

участники рынка облигаций встречаются с SPV при структурировании и организации эмиссии еврооблигаций, когда к эмитенту-SPV также предъявляются аналогичные требования по уменьшению рисков ликвидации. Нельзя сказать, что SPV неизвестно российскому рынку, скорее рынок в настоящее время оценивает риск ликвидации как несущественный, поскольку считается, что спонсоры выпуска побоятся испортить отношения с рынком.

На зарубежных рынках институт SPV используется для проведения сделок **секьюритизации**, в рамках которых осуществляется эмиссия облигаций, обеспеченных активами или правами требования по каким-либо договорам оригинатора.

В западной практике сложилось **несколько схем секьюритизации**. Первая, классическая схема, когда происходит действительная продажа актива компании (Special Purpose Vehicle - SPV), специально созданной для покупки активов у их владельца, синхронизации их в пуле и затем выпуска и распространения ценных бумаг, обеспеченных этим пулом (asset-backed securities, ABS). SPV, в свою очередь, финансирует покупку таких активов путем выпуска ценных бумаг. По этой схеме была проведена секьюритизация лизинга железнодорожных вагонов ОАО «Российские железные дороги»¹. Участие SPV в сделке должно сводить к нулю риск банкротства лизинговой компаний. Предполагается, что после продажи активов SPV их судьба больше не зависит от будущего компании-оригинатора: даже если предположить, что она полностью разорится, выведенные активы останутся в целости и сохранности.

Есть также другая схема, которая использовалась в сделке с лизинговой компанией «Бизнес Альянс», когда актив остается на балансе компании и происходит продажа денежных потоков (т.н. equitable true sale)². Обеспечение обязательств лизинговой компании было построено на

¹ Гаевский Д. «У российского рынка секьюритизации большое будущее» // «Рынок ценных бумаг», №20, 2007. – с.83.

² Гаевский Д. «У российского рынка секьюритизации большое будущее» // «Рынок ценных бумаг», №20, 2007. – с.83.

концепции английского права, которое называется *security assignment*, то есть обеспечения в форме уступки прав требования по лизинговому контракту и залоге соответствующего имущества, при этом контракт и имущество не передаются в SPV.

Однако, как было отмечено выше, согласно российскому законодательству, обеспечение обязательств по облигациям не может быть в форме уступки прав требования. Поэтому применение второй схемы в России затруднительно в настоящий момент. Что касается первой схемы, то пул активов, которым обеспечиваются облигации могут составлять только ценные бумаги и недвижимость.

Таким образом, в российском правовом поле использование международной практики затруднено. Однако в программе развития финансового рынка до 2012 года, утвержденной ФСФР России, уделено внимание и проблемам секьюритизации активов.

2.2. Выбор способов прекращения облигационного обязательства.

Определение облигации по закону «О рынке ценных бумаг» закрепляет право владельца на получение номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента, что означает возможность погашения в товарной форме. Так в 90-е годы практиковались выпуски облигаций с погашением в товарной форме: привлекались средства населения, погашение же осуществлялось в виде доступа к телефонной линии (телефонные облигации), привлекательность таких бумаг была обеспечена дефицитностью актива, которым погашались. Однако в целом погашение облигаций в товарной форме не способствует повышению привлекательности бумаги.

Кроме того, компании могут рассматривать выпуск конвертируемых облигаций (т.е. погашаемых ценными бумагами самого эмитента). Так, облигации могут погашаться облигациями нового выпуска с аналогичными характеристиками (в т.ч. купонным доходом). Этот случай привлекателен в

условиях общерыночного снижения процентных ставок, является инструментом хеджирования процентного риска.

Для компаний, планирующих IPO, а также в случаях предусмотренных решениями о выпуске ценных бумаг (например, часть акций общества были отчуждены третьим лицам и общество выпустило привилегированные акции¹), может быть привлекательным выпуск облигаций, конвертируемых в акции.

Прекращение облигационного займа происходит также при осуществлении погашения/приобретении эмитентом после выставления безотзывной оферты.

В связи с тем, что в российской практике эмитент-SPV фактически является «компанией-пустышкой» возникают **вопросы незащищенности инвесторов**. В кризисной ситуации незащищенность владельцев облигаций от риска ликвидации эмитента-SPV будет непременно использована. Поэтому в целях повышения привлекательности займа необходимо обратить внимание на защиту интересов инвесторов через компенсацию их финансовых потерь, сумма которых равна разнице между рыночной ценой и номиналом облигации.

Вопросы компенсации могут решаться при подготовке эмиссионных документов (*ex ante*), а также после того, как эмитент-SPV осуществил эмиссию соответствующих облигаций (*ex post*). В настоящее время на практике используется инструментарий после принятия решения в виде выставления **безотзывной оферты**.

Эмитент и иные лица могут предложить инвесторам продать облигации по цене, указанной в оферте. Такая оферта была использована при попытке выкупа облигаций, эмитированных ЗАО «Объединенная металлургическая компания». В качестве оферентов выступили ОАО «Выксунский металлургический завод» и ОАО «Чусовской металлургический завод» (входят в группу компаний ОМК). Сходный подход был использован ООО

¹ п. 7.5. Решения о выпуске ценных бумаг ОАО «Опытный завод «Атомспецконструкция».

«Пятерочка Финанс», которое предложило владельцам выпущенных им облигаций приобрести облигации серии 01 по цене 109,30% от номинальной стоимости, облигации серии 02 - по цене 104,55% от номинальной стоимости. Кроме того, эмитент предложил дополнительно выплатить владельцам облигаций накопленный купонный доход. Указанное обязательство эмитента в отношении цены приобретения не было предусмотрено решением о выпуске ценных бумаг. Соответственно, данное обязательство не охватывается поручительством по облигациям и у инвесторов не возникает права требовать от поручителя исполнения обязательства эмитента, сделанного в вышеуказанной оферте. Такое право может возникнуть, если поручитель предоставит специальное поручительство в отношении оферты. Такое поручительство также может быть выражено в форме безотзывной оферты.

В безотзывной оферте можно указывать и иную цену приобретения или порядок ее определения. Например, можно указать, что облигации приобретаются по (I) номинальной стоимости плюс (II) сумма не выплаченного эмитентом купонного дохода за купонные периоды, предшествующие дате приобретения облигаций, плюс (III) разница между рыночной стоимостью облигаций на дату получения акцепта оферты и суммой (I) и (II), а также плюс (IV) премия-компенсация будущих и неполученных процентов по облигациям.

Недостатком безотзывной оферты является то, что она совершается в добровольном порядке. Ни поручителя по облигациям, ни третьих лиц невозможно законным образом принудить к выставлению такой оферты.

В решении о выпуске облигаций можно предусмотреть, что эмитент обязан приобрести / досрочно погасить облигации в случае начала процедуры ликвидации или банкротства эмитента (п. 6.2.26 и 6.2.32 Стандартов эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг). Порядок определения цены приобретения/погашения облигаций может быть оформлен в виде формулы с переменными, значения которых не могут

меняться в зависимости от усмотрения эмитента (п. 6.2.27 и 6.2.33 Стандартов). Например, в решении о выпуске можно указать, что в случае начала процедуры ликвидации или банкротства эмитента последний обязан приобрести / досрочно погасить облигации по рыночной цене на дату получения акцепта оферты, но не ниже суммы номинальной стоимости облигаций и величины не выплаченного эмитентом купонного дохода за купонные периоды, предшествующие дате приобретения облигаций. Указанное обязательство эмитента обеспечивается поручительством по облигациям, и поручитель несет солидарную ответственность за исполнение данного обязательства.

Использование досрочного приобретения/погашения облигаций не влечет дополнительных затрат при осуществлении выпуска облигаций и подходит для выпусков любых объемов.

Как было показано в первой главе, проблемы организации группы взаимосвязанных компаний при финансировании инвестиционных проектов в строительстве и по обновлению оборудования занимают главенствующее место. В связи с этим при конструировании облигационного займа, главным вопросом является распределение и оптимизация прав по облигациям между эмитентом и компаниям, предоставляющим обеспечение по займу.

2.3. Выбор способа и времени размещения.

Процедура эмиссии облигаций согласно Закону «О рынке ценных бумаг», включает следующие этапы:

1. принятие решения о размещении эмиссионных ценных бумаг;
2. утверждение решения о выпуске (дополнительном выпуске) эмиссионных ценных бумаг;
3. государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг;
4. размещение эмиссионных ценных бумаг;

5. государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг или представление в регистрирующий орган уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг.

Решение о выпуске ценных бумаг необходимо утвердить в течение 6 месяцев после принятия решения о размещении ценных бумаг.

Документы на государственную регистрацию выпуска ценных бумаг должны быть поданы в ФСФР не позднее 3 месяцев после утверждения решения о выпуске, или не позднее 1 месяца с даты утверждения проспекта ценных бумаг (если государственная регистрация сопровождается утверждением проспекта). Государственную регистрацию выпуска корпоративных ценных бумаг осуществляет Федеральная служба по финансовым рынкам в течение 30 дней с момента подачи документов.

Не требуют государственной регистрации ФСФР выпуски **биржевых облигаций**, однако по ним существует ряд ограничений:

1. эмитентом биржевых облигаций может быть только акционерное общество, акции которого включены в котировальный список биржи;
2. срок обращения облигаций не превышает одного года.

Таким образом, на первый взгляд, биржевые облигации являются инструментом краткосрочного финансирования акционерных обществ. Но в то же время, могут использоваться в долгосрочных целях путем рефинансирования одного займа последующими.¹

Размещение облигаций происходит в течение срока, установленного решением о выпуске, но не более одного года с даты государственной регистрации выпуска.

Размещение облигаций может осуществляться через 2 недели после раскрытия информации о государственной регистрации выпуска.

¹ Так о планах выпуска биржевых облигаций заявили: ОАО «АВТОВАЗ» (несколько выпусков общей стоимостью 10 млрд руб.), Группа «Разгуляй» (общая сумма в 6 млрд руб.), «РБК Информационные системы» (12 млрд руб.). Такие суммы средств, скорее всего, предполагают использование не в краткосрочных целях.

Размещение может проводиться отдельными частями (**траншами**) в разные сроки в течение срока размещения облигаций, но не позднее одного года с даты государственной регистрации выпуска. Применение траншей целесообразно при финансировании инвестиционных проектов, в рамках которых предполагается значительные инвестиции в начале (строительство здания) и вложения через некоторое время (начало установки оборудования). Как было описано в первой главе, оборудование поставляется по графикам, согласно договору поставки (которые строго увязываются со сроками выполнения строительно-монтажных работ и ввода в действие производственных мощностей, на которых должно быть смонтировано оборудование), соответственно к этим датам необходимо привлечь финансирование (разместить транши). Однако требование о размещении траншей одного выпуска в течение одного года является ограничителем при их применении в инвестиционных проектах. Но в то же время может служить стимулом для ускоренного осуществления проекта.

В течение 30 дней с даты окончания размещения эмитент должен предоставить в ФСФР отчет об итогах выпуска ценных бумаг, регистрация которого осуществляется в течение 14 дней. При этом вторичное обращение облигаций может начаться только после раскрытия о государственной регистрации отчета об итогах выпуска.

Однако этот срок можно сократить, предоставив в ФСФР не отчет, а уведомление об итогах выпуска, который не требует регистрации, но только в случае включения облигаций в котировальный список «В» фондовой биржи, а также заключения договора с брокером об оказании услуг по размещению ценных бумаг.

Размещение облигаций может проводиться путем **закрытой** (среди заранее определенного круга лиц) или **открытой подписки** (на биржевом или внебиржевом рынках).

Согласно Закону «О рынке ценных бумаг» размещение ценных бумаг означает их отчуждение эмитентом первым владельцам путем заключения

гражданско-правовых сделок. Такими первыми владельцами (андеррайтерами) являются инвестиционные компании и банки (синдикат), число которых и объем принятых ими обязательств зависят от различных факторов – начиная от кредитного качества самого эмитента и заканчивая рыночной конъюнктурой.

В отечественной практике сложилась следующая практика размещения облигационного займа.

Для всех участников синдиката фиксируются единая процентная ставка андеррайтинга и индивидуальный объем ценных бумаг, покупку которого они гарантируют на первичном аукционе. Ведущий организатор гарантирует участникам синдиката выплату строго установленного размера комиссии, а также дополнительного вознаграждения в случае успешного размещения (например, ставка размещения оказалась ниже определенного уровня). Существование «твердой» части комиссии, с одной стороны, гарантирует эмитенту строго зафиксированную и предсказуемую стоимость заимствований, но, с другой стороны, снижает его шансы на более низкую стоимость заимствования.

В день первичного размещения облигаций эмитента, когда участники синдиката выставляют свои заявки по зафиксированной процентной ставке, может сложиться такая ситуация, что незадолго до окончания аукциона появятся заявки, ставка по которым значительно ниже сложившегося среднего показателя заявок. Никто из сторон, вовлеченных в процесс первичного размещения, уже не может повлиять на исход аукциона – ни эмитент, ни организатор выпуска.

Такая схема размещения является **«голландским аукционом»** и применяется в большинстве размещений в настоящее время, проводимых на российских биржах. Однако для подавляющего большинства западных игроков такая практика представляется чуждой и непривычной. Альтернативой «голландскому аукциону» является практика применения **книжного метода продажи**.

Стандарты эмиссии ценных бумаг (далее – Стандарты) для размещения ценных бумаг путем открытой подписки предусматривают два порядка заключения договоров, направленных на приобретение размещаемых ценных бумаг (п. 6.2.1):

- направление адресованного неопределенному кругу лиц приглашения делать предложения (оферты) о приобретении размещаемых ценных бумаг («книжный метод»), и
- размещение ценных бумаг через организатора торговли ценными бумагами, в том числе на проводимых им торгах («голландский аукцион»).

Книжный метод продажи ценных бумаг (book-building) предполагает формирование книги заявок инвесторов, на основе которых эмитент по своему собственному усмотрению определяет параметры размещения ценных бумаг: кому, а также в соответствующих случаях сколько и за сколько, продавать ценные бумаги. В Стандартах по этому поводу говорится следующее: в решении о выпуске в таком случае должно содержаться «указание о том, что ответ о принятии предложения (акцепт) направляется лицам, определяемым эмитентом по его усмотрению из числа лиц, сделавших предложения» (подпункт «в» пункта 6.2.1).

Стандарты определяют альтернативный подход в решении о выпуске ценных бумаг указывать либо один, либо второй способ. Данный подход в Стандартах закрепляется путем указания на то, что при размещении ценных бумаг на торгах решение о выпуске ценных бумаг **вместо** сведений, предусмотренных для порядка заключения договоров путем приглашения делать предложения (оферты), может содержать наименование организатора торговли на рынке ценных бумаг, а также указание на то, что такие торги проводятся в соответствии с правилами организатора торговли на рынке ценных бумаг (абзац 7 пункта 6.2.1).

Рассмотрим правовую основу размещения облигаций серии 07 ЗАО «Факторинговая компания «Еврокоммерц» с точки зрения использования книжного метода продажи ценных бумаг¹.

Наличие в правилах организатора торговли технологии сбора заявок от инвесторов, в результате которого формируется сводный реестр заявок, а также возможность заключения сделок с инвесторами в режиме переговорных сделок (РПС) позволяют при продаже через организатора торговли использовать книжный метод продажи ценных бумаг. В решении о выпуске облигаций Факторинговой компании «Еврокоммерц» книжный метод воспроизведен путем указания на свободу эмитента определять параметры размещения (подпункт «в» пункта 6.2.1 Стандартов). В решении о выпуске облигаций ФК «Еврокоммерц» говорится следующее:

«На основании анализа Сводного реестра заявок Эмитент определяет приобретателей, которым он намеревается продать Облигации, а также количество Облигаций, которые он намеревается продать данным приобретателям, и передает данную информацию Андеррайтеру».

Видно, что таким образом в одном документе отражены три основные компонента книжного метода: формирование книги – свобода размещения – адресная продажа. Все эти атрибуты основаны на положениях Стандартов и действующих правила организаторов торговли, потому сомнений относительно правомерности книжной продажи ценных бумаг через организатора торговли не возникает.

Таким образом, в настоящее время книжный метод продажи ценных бумаг можно использовать как при размещении через организатора торговли, так и без его участия.

Российский фондовый рынок в его настоящем виде готов к переходу от текущей практики андеррайтинга и «голландского аукциона» к общепринятой на мировых долговых рынках практике «бук-билдинга». Формирование книги заявок инвестора открывает совершенно новые

¹ Использованы материалы: Туктаров Ю. «Книжный метод продажи облигаций» www.atpfinance.ru.

возможности для всех участников процесса первичного предложения. Остановимся на очевидных **преимуществах** практики «бук-билдинга» по сравнению с текущей практикой «голландского аукциона» на ММВБ¹.

Во-первых, процесс бук-билдинга позволяет эмитенту и организатору оптимально распределить размещаемый объем выпуска по типу инвесторов, тогда как аукционная система ММВБ по известным причинам этой возможности не предлагает. Специфика спроса, тип инвестора и присущая данному типу стратегия управления портфелем являются предопределяющими факторами ликвидности выпуска на вторичных торгах. Например, если большая часть выпуска будет выкуплена управляющими компаниями или пенсионными фондами, то вероятность поддержки котировок данных облигаций в этом случае объективно выше, чем если выпуск в большей степени был выкуплен спекулятивно настроенными игроками.

Во-вторых, бук-билдинг предполагает абсолютно прозрачный процесс диалога между заемщиком и инвестиционной средой: интересы потенциальных инвесторов могут быть максимально учтены при ценообразовании и аллокации долговых инструментов на этапе первичного размещения. Например, у ряда инвесторов одним из условий покупки ценных бумаг является требование минимального гарантированного объема долговых инструментов, который не должен быть менее или более 10% от совокупного объема выпуска.

В-третьих, в соответствии с текущим законодательством эмитент обязан объявить дату аукциона за 5 дней до начала размещения ценных бумаг, однако в течение этого срока может произойти как глобальное улучшение рыночной конъюнктуры, так и ее ухудшение. В этой ситуации жестко регламентированная дата первичного аукциона не позволяет гибко реагировать на стремительно меняющиеся рыночные условия.

¹ Джабаров Э. «Первичный рынок рублевых облигаций: от андеррайтинга к синдикации»// Рынок ценных бумаг, №2, 2008г. – с. 46-47.

Таким образом, создание института бук-билдинга и отказ от «голландской» модели аукционов на российском рынке рублевых облигаций приведет к более эффективному взаимодействию всех участников рынка.

Вторичный рынок облигаций. Андеррайтеры – первичные приобретатели перепродают облигации на вторичном рынке по более высокой цене, получая в качестве дохода спрэд в цене между покупкой и продажей. Для того, чтобы этот спрэд был больше, необходимо обеспечить ликвидный вторичный рынок. Наименьшая ликвидность у внебиржевого рынка (когда бумага включена во «внесписок» биржи), однако и правила включения в эту категорию бумаг наиболее упрощены. Далее идет котировальный список «В» (бумага может находиться в нем не более полугодя, затем должна переводиться в список выше), требования также упрощены, в частности, минимальны ограничения по сроку существования эмитента, по объемам ежемесячных торгов, по объему раскрываемой информации и др. Далее по степени увеличения требований, а, следовательно, и привлекательности для инвесторов вторичного рынка, идут котировальные списки «Б», «А1», «А2» (требования бирж ММВБ и РТС при включении облигаций в котировальные списки см. в приложении №2).

Время выхода эмитента на облигационный рынок зависит в первую очередь от планов по началу реализации инвестиционного проекта, однако в случае изменения ставок на рынке в худшую сторону, размещение может стать нецелесообразным. Также немаловажным фактором является общее количество компаний-эмитентов, собирающихся проводить размещения, т.к. ввиду неразвитости фондового рынка, может возникнуть ситуация ограниченного спроса на бумаги со стороны банков-андеррайтеров.

Таким образом, размещение облигаций может проходить по закрытой и по открытой подписке. Последняя может предполагать проведение аукциона, либо продажу ценных бумаг книжных методом. Второй способ обладает определенными преимуществами, которые заключаются в большей свободе эмитента при выборе окончательной ставки купона.

3. Определение иных специальных условий облигации.

3.1. Выбор формы ценной бумаги.

Этот параметр предполагает форму удостоверения прав на облигацию (именные бездокументарные облигации или документарные облигации на предъявителя).

Выпуск именных облигаций целесообразен при небольшом количестве потенциальных владельцев (меньше 50), в этом случае эмитент может вести реестр ценных бумаг самостоятельно, иначе необходимо заключать договор с регистратором, а это понесет дополнительные расходы.

В случае размещения облигаций через биржу, решением о выпуске должно быть предусмотрено обязательное централизованное хранение в расчетном депозитарии (для ММВБ – Национальный депозитарный центр, для РТС – Депозитарно-клиринговая компания). В этом случае весь выпуск оформляется одним глобальным сертификатом, который хранится в уполномоченном депозитарии.

3.2. Определение номинальной стоимости облигации.

В российской практике сложилась стандартная величина номинала облигаций – 1000 руб., что связано со стремлением эмитентов обеспечить возможность сравнения облигаций по их инвестиционным характеристикам (цена и доходность облигации). Именно поэтому общепринятым стало установление цены не в абсолютной сумме (в рублях), а в процентах от номинала.

Установление иной величины номинала целесообразно, когда круг потенциальных приобретателей ограничен какими-то признаками (например, выпуск рассчитан на крупных институциональных инвесторов). Также, исходя из экономических потребностей, может индивидуально определяться величина номинала при выпуске облигаций, конвертируемых в акции.

3.3. Валюта долга.

В соответствии с Гражданским кодексом сумма основного долга (номинал) облигации и купонные платежи по ней могут быть номинированы в иностранной валюте. Однако, ввиду дополнительного регулирования таких облигаций со стороны валютного законодательства, все выпуски российских облигаций были номинированы в рублях.

При финансировании инвестиционных проектов в некоторых случаях может быть целесообразно выпуск облигаций в иностранной валюте. К примеру, когда планируется закупка импортного оборудования (что является распространенным в России) или велика доля зарубежных поставщиков. Применение еврооблигаций возможно в целях снижения валютных рисков и получения дополнительных выгод (например, последние несколько лет курс доллара к рублю падал, поэтому экономически оправданно было выпускать евродолларовые облигации).

Ввиду ограниченности возможностей фондового рынка России по аккумуляции необходимого объема средств, средние и крупные российские компании предпочитают выпуск **еврооблигаций**.

Еврооблигации – это ценные бумаги, выпущенные в валюте, являющейся иностранной для эмитента, размещаемые с помощью международного синдиката андеррайтеров среди зарубежных инвесторов.

Еврооблигации максимально удобны, однако, компаниям при их выпуске необходимо выполнять жесткие требования. Для успешного выпуска еврооблигаций компании-эмитенту необходимо получить рейтинг хотя бы у одного из трех мировых рейтинговых агентств (Moody's, Standart & Poor's и Fitch); выполнять и предоставлять отчетность по международным стандартам; раскрывать информацию о деятельности компании и акционерах; а также заемщик должен взять на себя финансовые обязательства – строгие ковенанты.

Поэтому помимо еврооблигаций российские компании выпускают также кредитные ноты - CLN (credit-links notes), которые представляют собой это

долговые ценные бумаги, выпускаемые на международном рынке капиталов специально созданной иностранной компанией (SPV) (эмитентом), предоставляющей кредит российской компании-заемщику или ее аффилированной иностранной структуре¹.

Кредитные ноты в свою очередь являются инструментом привлечения финансирования компаниями, не имеющими рейтинга. При их выпуске отсутствуют требования по раскрытию информации о компании, отсутствуют требования по международной отчетности. Затраты на организацию выпуска будут существенно ниже, чем на выпуск еврооблигаций. Поэтому это самый быстрый и простой способ привлечения финансирования. Однако, выпуская CLN, заемщик может столкнуться с ограниченной ликвидностью вторичного рынка.

В российской практике еврооблигациями также называют LPN (Loan Participation Notes) – долговые инструменты, схожие по структуре с CLN, но отличающиеся наличием кредитных рейтингов и обязательным листингом на зарубежной бирже, что налагает дополнительные обязательства к раскрытию информации и размеру займа. LPN – это также сертификаты участия в кредите. Как правило, их выпускает крупный банк, дающий кредит эмитенту. Покупатели LPN как бы финансируют этот кредит.²

Специальные условия облигационного займа имеют наименьшее значение, однако также используются при конструировании параметров облигационного займа.

Выводы:

Оптимизация эмиссии облигаций является ключевым вопросом при финансировании инвестиционных проектов, в рамках которого автором были исследованы вопросы конструирования параметров займа под конкретные

¹ Альбетков А. «Способы привлечения в компанию заемного финансирования» // «Финансовый директор», №1, 2007. Страница в Интернете: <http://www.fd.ru/toprinter/news/23638.html>.

² Мырсикова Н. «Привлечение долгового финансирования российскими компаниями на международном рынке капитала» // Рынок ценных бумаг: Рынок долгов. Россия. - 2006, Выпуск 4. - с. 25-28.

потребности проекта, а также параметров, повышающих привлекательность облигаций для инвесторов и иные специальные условия облигации.

Инвестиционный проект определяет следующие параметры облигационного займа: объем (зависит от размера инвестиций по проекту), срок обращения облигаций (может определяться различными способами), доход по облигациям (способы определения зависят параметров проекта).

Способы повышения инвестиционной привлекательности облигаций заключаются в следующих параметрах. Во-первых, обеспечение займа и выбор агента по размещению – является ключевым, так как организация финансирования инвестиционных проектов предполагает построение оптимальной группы компаний и распределение между ними денежных потоков и обязательств по облигационному займу. В частности, основным доводом в данном вопросе является использование поручительства в качестве обеспечения по облигациям и выделение активов для их последующей секьюритизации.

Во-вторых, выбор способов прекращения облигационного займа. Тенденцией последнего времени является установление факта прекращения (погашения или приобретения эмитентом) от каких-либо конкретных результатов деятельности эмитента. Таким образом, появляется возможность контроля инвесторами использования предоставленных ресурсов.

В-третьих, способ размещения облигаций. Главным вопросом является выбор метода определения ставки купона по облигациям. Преимущественным является использование книжного метода, а не голландского аукциона.

Определение иных специальных условий облигации предполагает выбор формы облигации, номинальной стоимости, а также валюты долга.

Заключение.

В данной работе были исследованы вопросы оптимизации финансирования инвестиционных проектов на рынке ценных бумаг.

В качестве основных направлений капитальных вложений были рассмотрены новое строительство и обновление оборудования предприятий.

Источниками финансирования долгосрочных инвестиций могут быть собственные и привлеченные ресурсы (на праве собственности и на кредитных условиях). В связи с этим перед предприятием стоит вопрос выбора оптимального соотношения собственного и заемного капитала. В пользу заемного капитала выступают различные факторы:

- возможность использования финансового рычага;
- возможности использования налоговых выгод;
- возможность решения конфликтов интересов между менеджерами и акционерами компании, необходимость поддержания репутации добросовестного заемщика;
- участие в конкурентной борьбе;
- защита от недружественных поглощений.

Заемным финансированием являются банковские кредиты и облигационные займы. Российская статистика последних лет показывает постепенное снижение доли собственных средств в инвестициях. В структуре долгового финансирования наблюдается тенденция снижения банковского кредитования по сравнению с облигационным финансированием. Таким образом, эмиссия облигаций является наиболее приемлемым источником финансирования инвестиционных проектов предприятиями и основной задачей становится оптимизация параметров эмиссии.

В первую очередь необходимо определить параметры облигаций, характеризующие конкретный инвестиционный проект:

- Объем выпуска. Зависит от направления инвестиций - больше для проектов в строительстве, поэтому выгоднее осуществлять проекты по

обновлению оборудования уже на имеющихся производственных площадях. Помимо потребностей предприятия существуют внешние ограничения по объемам: законодательные (не больше уставного капитала и обеспечения), рыночные (средний уровень заимствований на рынке, ожидания инвесторов, наличия спроса на бумаги со стороны банков андеррайтеров, уровень публичности компании и степени раскрытия информации о хозяйственной деятельности).

- Срок обращения. Также зависит от вида инвестиций. Короче – для проектов по обновлению оборудования. Параметры облигации могут включать возможность амортизации долга (если высвобождение средств по инвестиционному проекту происходит неравномерно), установление фиксированного срока, возможность досрочного погашения, которое, в свою очередь, может ставиться в зависимость от наступления определенных событий (ковенантов) у эмитента. К таким событиям могут относиться: передача в залог имущества эмитента, продажа активов, сделки с аффилированными лицами, реорганизация эмитента, осуществление различных выплат, достижение определенного уровня финансовых показателей. Установление ковенантов увеличивает инвестиционную защищенность заемщиков-приобретателей облигаций.

- Доход по облигациям. Зависит от объемов и сроков заимствования в прямой пропорции. При определении учитывается доходность инвестиционного проекта, а также рыночные доходности облигаций. Может фиксироваться на весь срок обращения, либо меняться в зависимости от конъюнктуры рынка (переменные и плавающие ставки).

Также важное значение имеют способы повышения привлекательности облигаций. К ним относятся:

- Выбор обеспечения займа. Напрямую влияет на объемы заимствований. В российской практике сложилось традиционным использование поручительства, по следующим схемам: в строительстве подрядные организации выступают поручителем по займу, привлеченные от

эмиссии средства заказчик передает подрядчику для финансирования последующего строительства; при финансировании приобретения оборудования на лизинговых условиях - лизингополучатель поручается по облигационным обязательствам лизинговой компании, которая в свою очередь выпускает облигации, покупает оборудование и передает ее в лизинг предприятию-лизингополучателю. Также часто в качестве эмитента создается специальная компания с нулевым балансом, но по которой поручается компания – реальный получатель средств от эмиссии. Размер поручительства не привязывается к показателям деятельности предприятия, что несет определенные риски для инвесторов и определяет их защищенность. Применение же западных схем финансирования с использованием залога пула активов или уступки права требования по будущим денежным поступлениям (схемы секьюритизации) невозможно в российском правовом поле, что значительно тормозит развитие облигационного финансирования инвестиционных проектов в России, и требует активных действий со стороны законотворческих органов.

- Выбор способов прекращения обязательства. Облигации могут погашаться деньгами, либо товарами, однако последнее нецелесообразно. Также облигации могут конвертироваться в облигации нового выпуска, либо в акции. Учитывая сказанное в предыдущем параграфе, важное значение имеют вопросы защищенности инвесторов, а именно, установление для них возможности требовать погашения либо приобретения облигаций при наступлении определенных обстоятельств (ковенантов).

- Выбор способов размещения. Определяются законодательством, а также биржами. Тенденцией последнего времени является переход от практики «голландского аукциона» на первичном размещении к книжному методу продажи ценных бумаг, что позволяет эмитентам более гибко выбирать параметры облигации (ставка купона), а также тип инвесторов.

Иные специальные условия (форма облигации, номинал облигации, валюта долга) имеют наименьшее значение, однако их также необходимо

оптимизировать. Особое внимание здесь стоит уделить параметру валюта долга, оптимизация которого может предполагать размещение на зарубежных рынках, что имеет важное преимущество – низкая стоимость привлечения, а также возможность привлечь необходимый объем ресурсов, но, в свою очередь, связано с высокими транзакционными издержками.

Список литературы.

Нормативно-правовые акты:

1. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая) от 30.11.1994 г. № 51-ФЗ.
2. Гражданский кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 26.01.1996 г. № 14-ФЗ.
3. Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений».
4. Федеральный закон от 22.04.1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
5. Федеральный закон от 26.12.1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».
6. Федеральный закон от 08.02.1998 г. № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».
7. Федеральный закон от 29.10.1998 г. №164-ФЗ «О финансовой аренде (лизинге)».
8. Федеральный закон от 11.11.2003 г. № 153-ФЗ «Об ипотечных ценных бумагах».
9. Приказ ФСФР РФ от 25.01.2007 №07-4/пз-н «Об утверждении Стандартов эмиссии эмиссионных ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг».
10. Приказ ФСФР РФ от 10.10.2006 №06-117/пз-н «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг».
11. «Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ», зарегистрированы ФСФР РФ 22.11.2007 г.
12. «Правила допуска ценных бумаг к торгам Фондовой биржи «РТС», зарегистрированы ФСФР РФ 22.12.2007 г.

Монографии, коллективные работы:

13. Валинурова Л.С. Управление инвестиционной деятельностью: учебник / Л.С. Валинурова, О.Б. Казакова. – М.: КНОРУС, 2005.
14. Ванхорн Д.С., Вахович Д.М. Основы финансового менеджмента, 12-е издание: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007.
15. Величко Е.Г., Прилипко С.И., Савчук В.П. Анализ и разработка инвестиционных проектов. – Учебные пособие. – Киев: Абсолют-В, Эльга, 1999.
16. Булатов В.В. Экономический рост и фондовый рынок: В 2 т. / В.В. Булатов. – М.: Наука, 2004.
17. Ванхорн Д.С., Вахович Д.М. Основы финансового менеджмента, 12-е издание: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007.
18. Глазунова В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. – М.: Финстатинформ, 1997.
19. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Пер. с англ. – М.: Альпина Паблишер, 2003 г.
20. Зеленкова Н.М. Финансирование и кредитование капитальных вложений: Учебник. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 1990.
21. Золотогоров В.Г. Инвестиционное проектирование: Учебник / В.Г. Золотогоров. – Мн. Книжный дом, 2005.
22. Инвестиции: Учебное пособие / Г.П. Подшиваленко, Н.И. Лахметкина, М.В. Макарова и др. – М.: КНОРУС, 2004 г.
23. Инвестиции: учебник / коллектив авторов; под ред. Г.П. Подшиваленко. – М.: Кнорус, 2008 г.
24. Катасонов В.Ю. Инвестиционный потенциал экономики: механизмы формирования и использования. – М.: «Анкил», 2005 г.
25. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. – М.: Финансы и статистика, 1998.
26. Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. Стратегическое планирование инвестиционной деятельности: Учеб. Пособие / Кныш М.И., Перекатов Б.А., Тютиков Ю.П. – Спб.: Изд. Дом «Бизнес-Пресса», 1998.

27. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. - М.: Политиздат, 1978.
28. Мелкумов Я.С. Организация и финансирование инвестиций: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 2000.
29. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, 2002.
30. Миркин Я.М., Лосев С.В., Рубцов Б.Б., Добашина И.В., Воробьева З.А. Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004 г.
31. Москвин В.А. Кредитование инвестиционных проектов: рекомендации для предприятий и коммерческих банков. – М.: Финансы и статистика, 2001 г.
32. Никонова И.А. Финансирование бизнеса. – М.: Альпина Паблишер, 2003 г.
33. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2005.
34. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций: теория и практика. – М.: Дело, 2004.
35. Сергиенко Я.В. Финансы и реальный сектор. – М.: Финансы и статистика, 2004.
36. Сосненко Л.С. Анализ экономического потенциала действующего предприятия. – М.: Изд. Дом «Экономическая литература», 2004.
37. Фабоцци Ф.Д. Рынок облигаций: Анализ и стратегии, 2-е изд., испр. и доп. / Фрэнк Дж. Фабоцци; Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
38. Финансирование и кредитование капитальных вложений. Под ред. Проф. Д.С. Молякова. – М.: «Финансы и статистика», 1988 г.
39. Финансовый учет. / Учебник под ред. Гетьмана М.Н., «Финансы и статистика», 2005 г.
40. Финансы предприятий: теория и практика. Учебник. С.В. Большаков. – М.: Книжный мир, 2006 г.
41. Экономика организации (предприятия): Учебник / Под ред. Н.А. Сафонова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Экономистъ, 2004 г.

Периодическая литература:

42. Альбетков А. «Способы привлечения в компанию заемного финансирования» // Финансовый директор, 2007, №1. – www.fd.ru.
43. Анисимов А. «Особенности секьюритизации активов на развивающихся рынках» // Рынок ценных бумаг, 2006, № 22. - с. 47-50.
44. Анисимов А. Ипполитов А. «История российской секьюритизации активов» // Рынок ценных бумаг, 2006, №11. – с. 46-50.
45. Барейша И. «IPO в России: альтернативный порядок» // Рынок ценных бумаг, 2006, №3(306). - с. 40-42.
46. Беленков Р. «Некоторые принципы регулирования эмиссии облигаций» // Рынок ценных бумаг: Рынок долгов. Россия. - 2006, Выпуск 4. - с. 83-85.
47. Бодрин Ю. «Корпоративные облигации компании второго и третьего эшелон» // Рынок ценных бумаг, 2007, №20(347). – с. 86-88.
48. Гаврилов А.Н. «Оценка предприятия, планирующего дополнительную эмиссию акций». // Вопросы оценки, №1, 2003. – с. 28-29.
49. Гаевский Д. «У российского рынка секьюритизации большое будущее» // Рынок ценных бумаг, 2007, №20(347). – с. 82-84.
50. Герасимов А., Смоленчук «Тенденции и перспективы российской секьюритизации» // Рынок ценных бумаг, 2007, №5. – с. 6-8.
51. Глисин Ф., Китрар Л. «Инвестиционная активность промышленных организаций» // Инвестиции в России, №4, 2006. – с. 16-22.
52. Глисин Ф. «Деловая активность строительных организаций» // Инвестиции в России, №6, 2007. – с. 25-28.

53. Голубев В. «Задачи и перспективы развития отечественных корпоративных структур» // Инвестиции в России, №1, 2006. – с. 34-37.
54. Григорянц А. «Российский рынок IPO: факторы дальнейшего роста». // Рынок ценных бумаг, 2006, № 15 (294). - с. 30-33.
55. Гришанков Д., Кабалинский Д. «Две десятины на будущее» // Эксперт, 1 октября 2007 г., №36.
56. Дворецкая А. «Ресурсы рынка капитала как источник финансирования реального сектора экономики» // Вопросы экономики, 2007, №11. – с. 92-103.
57. Джабаров Э. «Первичный рынок рублевых облигаций: от андеррайтинга к синдикации» // Рынок ценных бумаг, 2008, № 2. - с. 45-47.
58. Ефремов А. «Опыт строительных компаний в привлечении инвестиций: поиск альтернативных источников» // Рынок ценных бумаг, 2007, № 10. - с. 36-37.
59. Жуков Л. «Еще раз о финансовом лизинге в России» // Инвестиции в России, №12, 2006. – с. 7-12.
60. Журков Р., Новиков А. «Практика секьюритизации российских лизинговых контрактов на международном финансовом рынке» // Рынок ценных бумаг, 2006, № 16 (294). - с. 16-20.
61. Золотарева С. «Инвестиции и финансовые инструменты российского девелопмента» // Рынок ценных бумаг, 2007, 14. – с. 38-41.
62. Зотов В. «Структуры IPO: плюсы и минусы». // Управление компанией, 2005, № 05 (48). - с.56.
63. Иванов М. «Сравнительный анализ инструментов привлечения инвестиций с рынка долговых обязательств предприятиями малого и среднего бизнеса» // Рынок ценных бумаг, 2007, №14(341). – с. 16-18.
64. Иванов О. «Законодательные аспекты секьюритизации» // Рынок ценных бумаг, 2007, №11, с. 44-46; №15. – с. 52-53.
65. Игнатишин Ю., Копоткин А. «Российский рейтинг IPO» // Рынок ценных бумаг, 2005, №21(300). – с. 34-35.
66. Карпачева М., Соболев Д., Туктаров Ю. «Незащищенность инвесторов будет непременно использована при ликвидации «эмитентов-SPV» // «Cbonds.Review», август 2007 г.
67. Кочетков В. «Публичные отношения для публичного размещения» // Рынок ценных бумаг, 2005, №21(300). – с. 41-43.
68. Кудрявцева И., Мельников Б., Сафронов Б. «Инвестиционный рынок: конъюнктура января-сентября 2007 года» // Инвестиции в России, №2, 2008 – с. 12-20.
69. Лагунов В., Морозов А. «Коллизии роста рынка корпоративных субфедеральных и муниципальных облигаций в 2007 г.» // Рынок ценных бумаг, 2007, №20(347). – с. 64-70.
70. Мансуров Р. «Оценка инвестиционных проектов, осуществляемых на действующих промышленных предприятиях» // Рынок ценных бумаг, 2007, №14(341). – с. 50-52.
71. Марголит Г., Ивакин Д. «IPO: куда качнется маятник» // Рынок ценных бумаг, 2005, №21(300). – с. 48.
72. Москвин В. «Страхование инвестиционных проектов: сложно, но возможно» // Инвестиции в России, №5, 2007. – с. 17-22.
73. Мырсыкова Н. «Привлечение долгового финансирования российскими компаниями на международном рынке капитала» // Рынок ценных бумаг: Рынок долгов. Россия. - 2006, Выпуск 4. - с. 25-28.
74. Некторов А. «Философия секьюритизации активов» // Рынок ценных бумаг, 2007, №9 (336). – с. 50-56.
75. Пак А. «Опыт секьюритизации потоков будущих платежей» // Рынок ценных бумаг, 2007, №11. – с. 20-22.
76. Пенкина И. «Рынок секьюритизации с России» // Рынок ценных бумаг, 2007, №5. – с. 9-13.

77. Петров В. «Преимущества IPO перед прочими источниками инвестиций». // Рынок ценных бумаг, 2005, №5. – с. 52-53.
78. Попов А., Попова Н. «Организационные решения по совмещению лизинга с другими инвестиционными механизмами» // «Инвестиции в России». № 1, 2006. – с. 38 – 43.
79. Потемкин А. «IPO вчера, сегодня, завтра...»// Биржевое обозрение, 2005, № 5 (19) – с.4.
80. Приматова М. «IPO в структуре финансирования отечественных компаний» // Рынок ценных бумаг, 2007, №14. – с. 56-60.
81. Раткин Л. «Инвестиции в новейшие технологии и оборудование для машиностроительного комплекса России» // Инвестиции в России, №5, 2006. – с.22-25.
82. Рафиков С., Семенов А. «Прямые инвестиции и IPO: две стороны одной медали» // Рынок ценных бумаг, 2006, №12(315). – с. 36-38.
83. Санникова Т. «Рейтинг отдельных сделок секьюритизации активов» // Рынок ценных бумаг, 2006, №11. – с. 62-64.
84. Сухарев О. «Инвестиции в создание новой техники» // Инвестиции в России, №11, 2007. – с. 8-15.
85. Ульянова Д. «IPO: вопросы, не нашедшие отражения в законодательстве». // Рынок ценных бумаг, 2005, №15(294). – с. 49-51.
86. Туктаров Ю. «Книжный метод продажи облигаций» www.atpfinance.ru.
87. Туктаров Ю. «Правовые барьеры для привлечения капитала путем выпуска акций (IPO)». // Рынок ценных бумаг, 2005, №15(294). – с. 54-56.
88. Туктаров Ю., Толстухин М. «Эмитенты учатся самоограничению» // «Cbonds.Review», июль 2007г.
89. Фасахова А. «Перспективы развития законодательства о секьюритизации в России» // Рынок ценных бумаг, 2007, №7. – с. 54-57.
90. Федосеева М. «Управление долговым портфелем компании» // Финансовый директор, 2007, №2. – www.fd.ru.
91. Чупалов О. «Когда средств не хватает, а бюджет «не резиновый» - поможет финансовый рынок». // Рынок ценных бумаг, 2006, №15(318). – с. 34-36.
92. Шамина А. «Выбор оптимальной формы финансирования компании» // Финансовый директор, 2003, №4. – www.fd.ru.
93. Шамис Л. «О внутреннем скрытом долге корпоративных производственных структур» // Инвестиции в России, №11, 2007. – с. 40-46.
94. Шукин Д. «Дебютное размещение облигационного займа ОАО «Югорская лизинговая компания» // Рынок ценных бумаг, 2007, №10(337). – с. 50-51.

Интернет-источники:

95. Сайт Центрального банка России www.cbr.ru.
96. Сайт ФСФР России www.fcsm.ru.
97. Сайт ЗАО «ФБ ММФБ» www.micex.ru.
98. Сайт ФБ «РТС» www.rts.ru.
99. Сайт Росстата www.gks.ru.
100. Сайт информационного агентства Cbonds www.cbonds.ru.
101. Интернет-проект Информационного Агентства «Финмаркет» - Rusbonds www.rusbonds.ru.
102. Сайт журнала «Эксперт» www.expert.ru.
103. Сайт журнала «Финанс.» www.finansmag.ru.
104. Информационный сервер www.investfunds.ru.
105. Информационно-аналитический проект «Публичные и Частные размещения акций» - www.offerings.ru.

Приложения.

Приложение №1. Планирование долгосрочных инвестиций.

Планирование долгосрочных инвестиций – это процесс идентификации и отбора инвестиционных проектов, доходы (денежные потоки) от которых, как предполагается, должны поступать на протяжении нескольких лет (во всяком случае, больше, чем на протяжении одного года).

О целесообразности того или иного инвестиционного предложения следует судить по тому. Обеспечивает ли оно доходность, равную (или большую) той, которую требуют инвесторы. В результате выбор того или иного инвестиционного проекта может оказывать влияние на степень делового риска, присущего данной фирме, которая, в свою очередь, может оказывать влияние на ставку доходности, требуемую инвесторами.

Планирование долгосрочных инвестиций включает:¹

1. определение инвестиционных проектов, которые соответствовали бы стратегическим целям фирмы;
2. расчет приростных денежных расходов и поступлений (после уплаты налогов), связанных с реализацией конкретного инвестиционного проекта в рамках производственной деятельности фирмы;
3. определение стоимости приростных денежных потоков от реализации инвестиционных проектов;
4. отбор проектов исходя из критерия приемлемости на основе максимизации стоимости;
5. периодическую переоценку реализуемых инвестиционных проектов и выполнение окончательной оценки для завершенных проектов.

Оценка посленалоговых приростных операционных денежных потоков.

Одной из наиболее важных задач планирования долгосрочных инвестиций является оценка будущих денежных потоков, связанных с реализацией рассматриваемых инвестиционных проектов. Окончательные результаты, полученные в ходе анализа, определяются точностью оценки денежных потоков. Поскольку все решения компании ориентированы именно на получение реальных денег, а не на то, чтобы хорошо смотрелась бухгалтерская прибыль, любые выгоды, ожидаемые от того или иного

¹ Ванхорн Д.С., Вахович Д.М. Основы финансового менеджмента, 12-е издание: Пер. с англ. – М.: ООО «И.Д. Вильямс», 2007.

инвестиционного проекта, необходимо выражать в форме денежных потоков, поступающих в компанию и исходящих из нее, а не в виде потоков прибыли, учитываемой в бухгалтерском балансе.

Денежные потоки следует определять исходя из того, что налоги уже уплачены – иными словами, на «посленалоговой» основе. Первоначальные капиталовложения, а также соответствующая ставка дисконтирования представляются в «посленалоговом формате».

Кроме того, информация должна быть представлена на приростной основе, что даст нам возможность анализировать только разницу между денежными потоками компании в том случае, когда рассматриваемый инвестиционный проект будет реализован, и тогда, когда не будет. Например, в ситуации, когда предприятие намеревается запустить в производство новый продукт, который, возможно, будет конкурировать с уже существующими, было бы нерационально выражать денежные потоки в форме оценочных величин объемов продаж этого нового продукта. Очень важно проанализировать ситуацию, когда новая инвестиция будет реализована и в случае ее отсутствия; при этом должны быть учтены все сопутствующие этому капиталовложению затраты и возможные выгоды от реализации инвестиционного проекта. В такой ситуации имеет смысл рассматривать лишь приростные денежные потоки.

В этом отношении необходимо проигнорировать невозвратные издержки. Нас интересуют только приростные затраты и доходы. Не окупившиеся в прошлом затраты не имеют к этому никакого отношения, и потому не должны приниматься во внимание в процессе принятия решения. Кроме того, мы не должны забывать о том, что определенные издержки вовсе не обязательно связаны с фактическими затратами денег. Если под определенный инвестиционный проект выделены соответствующие производственные площади, которые могут использоваться для каких-либо иных целей, то в оценку эффективности этого проекта необходимо включить вмененные, альтернативные издержки. Если не используемое в настоящее время здание нужно для рассматриваемого нами проекта, можно было бы продать за 300 тыс. долл., то эта сумма (за вычетом соответствующих налогов) может расцениваться как денежные затраты в начале реализации проекта. Таким образом, определяя денежные потоки, мы должны учитывать любые соответствующие вмененные издержки.

Когда рассматриваемое капиталовложение требует использования текущих (оборотных) активов, такой компонент (на который не оказывает влияния спонтанные изменения в текущих долговых обязательствах) рассматривается как часть капиталовложения, а не как отдельное решение по оборотному капиталу. Например, с

принятием нового проекта иногда бывает необходимо использовать дополнительные денежные ресурсы, дебиторскую задолженность или товарно-материальные запасы. Эту инвестицию в оборотный капитал возвращается (предположительно) в форме дополнительного поступления денег.

Оценивая денежные потоки, следует учитывать прогнозируемую инфляцию. Если в результате продажи продукта возникают поступления денег, то на эти поступления оказывает влияние ожидаемый будущий уровень цен. Как и в случае расхода денежных ресурсов, инфляция влияет как на ожидаемую будущую заработную плату, так и на материальные затраты.

Амортизационные отчисления представляют собой систематическое списание и перенесение стоимости основного капитала на создаваемую продукцию в течение определенного периода времени с целью предоставления финансовой отчетности, налоговой отчетности или и того и другого. Поскольку амортизационные отчисления с налоговой точки зрения рассматриваются как расходы фирмы, они снижают ее облагаемую налогом прибыль. При прочих равных условиях, чем больше амортизационные отчисления, тем ниже сумма выплачиваемых налогов. Хотя сами по себе амортизационные отчисления являются затратами, не требующими расходования денег (неденежными затратами), они оказывают влияние на денежный поток фирмы, воздействуя непосредственно на расход денег в форме выплачиваемых налогов.

Вычисление приростных денежных потоков.

Денежные потоки, относящиеся к рассматриваемому инвестиционному проекту, полезно разделить на три категории (по временному признаку).

1. *Первоначальные денежные расходы* – первоначальные чистые инвестиции.

2. *Промежуточный приростной чистый денежный поток* – те чистые денежные потоки, которые возникают после первоначального капиталовложения, но не включают денежный поток конечного периода.

3. *Приростной чистый денежный поток завершающего года* – чистый денежный поток конечного периода. (Денежный поток этого периода мы выделяем в особую категорию, поскольку при завершении инвестиционного проекта зачастую возникает особая совокупность денежных потоков).

Первоначальные денежные расходы. Стоимость актива корректируется с учетом денежных потоков, связанных с его приобретением. Эти денежные потоки включают затраты на монтаж и установку, изменения в чистом оборотном капитале, выручку от продажи любых заменяемых активов и соответствующие налоговые корректировки.

Схема 1. Расчет первоначальных денежных расходов.

- Стоимость «нового» актива (активов);
- + Капитализируемые расходы (например, затраты на монтаж и установку, транспортные расходы и т.п.);
- +(-) Повышение (понижение) уровня «чистого» оборотного капитала;
 - Чистая выручка от продажи «старого» актива (активов), если рассматриваемые инвестиции предполагают замену старых активов на новые;
- +(-) Дополнительные налоги (экономия налогов), образующиеся в результате продажи «старого» актива (активов), если рассматриваемая инвестиция предполагает замену старых активов на новые;
- = Первоначальные денежные расходы.**

Промежуточные приростные чистые денежные потоки. После совершения первоначальных расходов, без которых невозможно приступить к реализации любого проекта, фирма надеется получить определенные выгоды от будущих денежных поступлений, генерируемых в рамках соответствующего проекта.

Схема 2. Расчет промежуточного приростного чистого денежного потока (за один период).

- Прирост (уменьшение) дохода от основной деятельности предприятия минус (плюс) увеличение (уменьшение) производственных расходов, исключая амортизацию;
- (+) Увеличение (уменьшение) амортизационных отчислений;
 - = Изменение прибыли (до уплаты налогов);
- (+) Увеличение (уменьшение) налогов;
 - = Изменение прибыли после уплаты налогов;
- +(-) Увеличение (уменьшение) амортизационных отчислений;
- = Приростной чистый операционный денежный поток за соответствующий период.**

Следует сделать ряд пояснений по поводу амортизационных отчислений. Сами по себе амортизационные отчисления, представляют собой неденежные вычеты из дохода от основной деятельности предприятия, которые сокращают величину облагаемой налогом прибыли. Поэтому следует учитывать их. Когда мы определяем приростное влияние принятия инвестиционного проекта на налоги, которые выплачивает фирма. Однако в конечном счете нам следует снова добавить любое увеличение (вычесть любое уменьшение) амортизационных отчислений к полученной нами величине «изменения прибыли после уплаты налогов», чтобы не занижить влияние рассматриваемого инвестиционного проекта на денежный поток.

Изменения в оборотном капитале, связанные с принятием инвестиционного проекта, чаще всего происходят в самом начале реализации проекта и при его завершении. Таким образом, вышеописанные схемы не отображают текущей поправки на изменения оборотного капитала. Однако для любого промежуточного периода, в течение которого происходит то или иное материальное изменение в оборотном капитале, необходимо внести соответствующие поправки в базовые вычисления. Таким образом. Необходимо включить этот дополнительный этап в определение промежуточного приростного чистого денежного потока. Поэтому перед завершающим этапом должен быть еще один этап: +(-) Уменьшившийся (повысившийся) уровень «чистого» оборотного капитала, - причем любое изменение в оборотном капитале должно считаться свободным от любых спонтанных изменений в текущих долговых обязательствах, являющихся следствием реализации проекта за этот период времени.

Приростной чистый денежный поток завершающего года.

К денежному потоку завершающего периода применяется та же пошаговая процедура, которая применялась для всех промежуточных периодов. Кроме того, следует обратить особое внимание на ряд денежных потоков, которые зачастую бывают связаны только с завершением проекта. Этими потенциальными денежными потоками завершающего периода являются следующие поступления (в скобках расходы): 1) ликвидационная стоимость (затраты на передачу и исправления) любых продаваемых или передаваемых активов; 2) налоги (экономия за счет уменьшения налоговых платежей), связанные с продажей или передачей активов, и 3) любые изменения в оборотном капитале, связанные с периодом завершения проекта, - вообще говоря, любые первоначальные инвестиции оборотного капитала теперь возвращаются в виде дополнительного денежного поступления.

Схема 3. Расчет приростного денежного потока завершающего года.

Прирост (уменьшение) дохода от основной деятельности предприятия минус (плюс) увеличение (уменьшение) производственных расходов, исключая амортизацию;
-(+) Увеличение (уменьшение) амортизационных отчислений;
= Чистое изменение прибыли до уплаты налогов;
-(+) Чистое увеличение (уменьшение) налогов;
= Изменение прибыли после уплаты налогов;
+(-) Увеличение (уменьшение) амортизационных отчислений;
= Приростной чистый операционный денежный поток за соответствующий период;
+(-) Окончательная ликвидационная стоимость (затраты на передачу и исправления) «нового» актива (активов);

-(+) Дополнительные налоги (экономия за счет уменьшения налоговых платежей), связанные с продажей или передачей «нового» актива (активов);

+(-) Уменьшившийся (повысившийся) уровень чистого оборотного капитала*;

= **Приростной чистый денежный поток в завершающем году.**

Оценка и выбор инвестиционного проекта: альтернативные методы.

В теории планирования долгосрочных инвестиций выделено четыре альтернативных метода оценки и выбора инвестиционного проекта, в которых используются следующие критерии его приемлемости.

1. Период окупаемости инвестиций.
2. Внутренняя ставка доходности.
3. Чистая приведенная стоимость.
4. Коэффициент прибыльности.

Первый из перечисленных методов представляет достаточно простой метод оценки привлекательности проекта. Остальные методы более сложны и основаны на методике дисконтирования денежных потоков.

Период окупаемости инвестиций (payback period – PP) некоторого инвестиционного проекта указывает, сколько лет требуется для того, чтобы вернуть первоначальные инвестиции исходя из ожидаемых денежных потоков данного проекта.

Критерий принятия проекта. Если вычисленный период окупаемости оказывается меньше некоторого максимального периода окупаемости, который менеджмент предприятия считает приемлемым для себя, соответствующий инвестиционный проект принимается; в противном случае он отвергается.

Проблемы. Основным недостатком описанного выше метода заключается в том, что он не учитывает денежных потоков, возникающих по истечении периода окупаемости инвестиций. Следовательно, его помощью нельзя измерить рентабельность проекта.

Помимо этого недостатка, метод, основанный на периоде окупаемости инвестиций, не учитывает изменения стоимости денег во времени. В этом случае суммируются денежные потоки безотносительно их привязки ко времени. Наконец, максимальный приемлемый период окупаемости инвестиций, который выполняет роль «порогового значения», представляет собой чисто субъективную оценку инвестиционного проекта.

Внутренняя ставка доходности инвестиций (internal rate of return – IRR) для некоторого инвестиционного проекта представляет собой ставку дисконтирования, которая уравнивает приведенную стоимость будущих денежных поступлений (cash flow -

* Любое изменение в оборотном капитале должно рассматриваться без учета любых спонтанных изменений в текущих долговых обязательствах, возникающих вследствие реализации рассматриваемого инвестиционного проекта.

CF) от реализации определенного инвестиционного проекта и стоимость первоначальных инвестиций (initial cash outflow - ICO). Если первоначальные инвестиции, или затраты, происходят в момент времени 0, то внутренняя ставка доходности IRR может быть найдена из уравнения

$$ICO = \frac{CF_1}{(1+IRR)^1} + \frac{CF_2}{(1+IRR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+IRR)^n}.$$

Таким образом, IRR представляет собой процентную ставку, которая дисконтирует последовательность будущих чистых денежных потоков – $CF_1 - CF_n$, уравнивая ее приведенную стоимость с первоначальными инвестициями, ICO, с момент времени 0.

Приближенно показатель IRR можно найти методом подбора по следующей формуле:

$$IRR = d_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 - NPV_2} \times (d_2 - d_1),$$

где d_1 – ставка дисконтирования, при которой показатель NPV положителен;

NPV_1 – величина положительного NPV ;

d_2 – ставка дисконтирования, при которой показатель NPV отрицателен;

NPV_2 – величина отрицательного NPV .

Критерий приемлемости. Критерием приемлемости, который обычно используется для метода IRR, является сравнение внутренней доходности инвестиций с заданным пороговым значением (ставка отсечения), или минимальной ставкой доходности, которая требуется для одобрения инвестиционного проекта. Предполагается, что эта минимальная ставка доходности задана извне. Если IRR превышает минимальную ставку доходности, проект принимается, в противном случае – отвергается.

Чистая приведенная стоимость (net present value - NPV) инвестиционного проекта представляет собой приведенную стоимость чистых денежных потоков этого предложения минус первоначальные инвестиции, необходимые для его реализации. Математически это можно выразить формулой

$$NPV = \frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} - ICO,$$

где k – требуемая минимальная ставка доходности, а все другие переменные соответствуют приведенным ранее определениям.

Критерий приемлемости. Если чистая приведенная стоимость рассматриваемого инвестиционного проекта оказывается не меньше нуля, то проект принимается, в противном случае – отвергается. Еще одним способом выражения критерия приемлемости является вывод о том, что проект будет принят, если приведенная стоимость денежных поступлений превышает приведенную стоимость расходов.

Коэффициент прибыльности (profitability index – PI), или коэффициент «прибыль-затраты», некоего проекта представляет собой отношение приведенной стоимости будущих денежных потоков проекта к первоначальным инвестициям по нему. Показатель прибыльности можно представить в следующем виде:

$$PI = \left[\frac{CF_1}{(1+k)^1} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} \right] / ICO.$$

Критерий приемлемости. Пока коэффициент прибыльности будет не меньше 1,00, соответствующее инвестиционное предложение можно считать приемлемым. Для любого заданного проекта методы чистой приведенной стоимости и показателя прибыльности заставляют нас принимать одинаковые решения относительно рассматриваемого инвестиционного проекта (т.е. либо принять, либо отвергнуть его). (Коэффициент прибыльности, превышающий 1,00, свидетельствует о том, что приведенная стоимость проекта больше, чем первоначальные инвестиции, а это, в свою очередь, указывает на то, что чистая приведенная стоимость больше нуля). Однако методу чистой приведенной стоимости нередко отдают предпочтение перед методом показателя прибыльности. Причина заключается в том, что чистая приведенная стоимость не только указывает, принимать или нет соответствующий проект, но и выражает абсолютный экономический (денежный) вклад данного проекта в благосостояние акционера. Что же касается коэффициента прибыльности, то он отражает лишь относительную прибыльность.

Приложение №2. Требования для включения облигаций в котировальные списки бирж.

Требования для включения облигаций в котировальные списки ФБ ММВБ

	Требования	A1	A2	Б	В
1	Срок существования эмитента	Не менее 3 лет	Не менее 3 лет	Не менее 1 года	Не менее 6 мес.
2	Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	-
3	Объем выпуска	Не менее 1 млрд. руб.	Не менее 500 млн. руб.	Не менее 300 млн. руб.	Не менее 300 млн. руб.
4	Ежемесячный объем сделок, заключенных на фондовой бирже с облигациями данного типа, за последние 3 месяца	Не менее 10 млн. руб.	Не менее 1 млн. руб.	Не менее 500 тыс. руб.	-
5	Среднемесячный объем сделок с облигациями, рассчитанный по итогам последних 6 месяцев	Не менее 25 млн. руб.	Не менее 2,5 млн. руб.	Не менее 1 млн. руб.	-
6	Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам МСФО вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-
7	Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения.	Требуется	Требуется, но возможна отсрочка на 1 год	-	-
9	Соблюдение эмитентом требований о раскрытии информации	Требуется	Требуется	-	-
10.	Наличие обязательных условий в эмиссионных документах	-	-	-	1. наличие обеспечения, если не хватает УК; 2. погашение – деньгами; 3. у владельцев – право требовать досрочного погашения в случае делистинга.
11.	Дополнительные требования	Обращение на ФБ ММВБ не	Обращение на ФБ ММВБ не	Обращение на ФБ ММВБ не	1. размещение по открытой подписке через брокера на ФБ

		менее 3 мес.	менее 3 мес.	менее 3 мес.	<p>ММВБ</p> <p>2. договор на выполнение функций маркет-мэйкера в отношении ЦБ на весь срок нахождения в списке «В»</p> <p>3. отсутствие делистинга в отношении облигаций этого эмитента.</p>
12	Срок нахождения облигаций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.

Актуальные основания для делистинга облигаций

- 1) признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся или недействительным;
- 2) истечение срока обращения ценных бумаг;
- 3) прекращение деятельности эмитента в результате реорганизации или ликвидация эмитента;
- 4) наличие у эмитента убытков по итогам каждого из последних трех лет;
- 5) неоднократные нарушения эмитентом ценных бумаг требований законодательства РФ о ценных бумагах и нормативных правовых актов ФСФР;
- 6) досрочное погашение выпуска соответствующей ценной бумаги в соответствии с условиями выпуска;
- 7) исключение ценных бумаг из списка ценных бумаг, по сделкам с которыми Клиринговой организацией осуществляется клиринг;
- 8) неустранение эмитентом выявленных ФСФР или ФБ ММВБ нарушений в течение срока, предусмотренного для их устранения, но не более 6 месяцев;
- 9) снижение объема сделок в течение 6 месяцев ниже минимума, установленного для включения в список соответствующего уровня;
- 10) прекращение обслуживания ценных бумаг расчетным депозитарием.

Корпоративные нормы для КС А1 А2

1. Эмитентом должен быть сформирован совет директоров.
2. В совете директоров, должно быть не менее 1 члена совета директора, соответствующего требованиям:
 - не являться на момент избрания и в течение 1 года, предшествующего избранию, должностными лицами или работниками эмитента (управляющего);
 - не являться должностными лицами другого хозяйственного общества, в котором любое из должностных лиц этого общества является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;
 - не являться супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц (управляющего) эмитента (должностного лица управляющей организации эмитента);
 - не являться аффилированными лицами эмитента, за исключением члена совета директоров эмитента;
 - не являться сторонами по обязательствам с эмитентом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10 и более процентов совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров общества;
 - не являться представителями государства, т.е. лицами, которые являются представителями Российской Федерации субъектов Российской Федерации и муниципальных образований.
3. В совете директоров эмитента должен быть сформирован комитет по аудиту, возглавляемый членом совета директоров, соответствующим требованиям, указанным в п. 2. Комитет по аудиту должен состоять только из членов совета директоров, не являющихся единоличным исполнительным органом и (или) членами коллегиального исполнительного органа эмитента.
4. Во внутренних документах эмитента должны быть предусмотрены обязанности членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа управления, лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа, в том числе управляющей организации и ее должностных лиц, раскрывать информацию о владении ценными бумагами эмитента, а также о продаже и (или) покупке ценных бумаг эмитента.
5. Совет директоров эмитента должен утвердить документ по использованию информации о деятельности эмитента, о ценных бумагах общества и сделках с ними, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость ценных бумаг эмитента.
6. Совет директоров эмитента должен утвердить документ, определяющий процедуры внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента, контроль за соблюдением которых осуществляет отдельное структурное подразделение эмитента, сообщающее о выявленных нарушениях комитету по аудиту.

Перечень документов для включения в КС

№ п/п	Наименование документа	КС
1.	Нотариально удостоверенная копия устава (со всеми изменениями и дополнениями).	А1, А2, Б
2.	Нотариально удостоверенная копия свидетельства о государственной регистрации эмитента.	А1, А2, Б
3.	Нотариально удостоверенная копия свидетельства о внесении в Единый государственный реестр юридических лиц.	А1, А2, Б
4.	Копия документа, подтверждающего присвоение ценной бумаге государственного регистрационного номера.	А1, А2, Б
5.	Нотариально удостоверенная копия решения о выпуске ценных бумаг.	А1, А2, Б
6.	Нотариально удостоверенная копия проспекта ценных бумаг, либо его копия, заверенная уполномоченным лицом организации (с приложением документа, подтверждающего полномочия такого лица).	А1, А2, Б
7.	Нотариально удостоверенная копия отчета (уведомления) об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумагах.	А1, А2, Б
8.	Документ, о назначении Генерального директора.	А1, А2, Б
9.	Анкета ценной бумаги	А1, А2, Б
10.	Ежеквартальные отчеты эмитента по форме, установленной федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (за первый квартал отчетного года с финансовой отчетностью, а также за последний отчетный квартал).	А1, А2, Б
11.	Сведения, подтверждающие соблюдение эмитентом корпоративных требований.	А1, А2
12.	Годовой отчет общества на последнюю отчетную дату.	А1, А2, Б
13.	Сведения об организации, осуществляющей деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг эмитента (полное наименование, адрес, телефон, номер лицензии и др.).	А1, А2, Б
14.	Годовая финансовая (бухгалтерская) отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и (или) Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP) и аудиторское заключение в отношении указанной отчетности на русском языке.	А1, А2
15.	Список аффилированных лиц	А1, А2, Б
16.	Годовая бухгалтерская отчетность по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ) за три последних заверенных финансовых года (Формы № 1-2).	А1, А2

Перечень документов для поддержания ценных бумаг в КС

Наименование документа	Периодичность и сроки представления документов	Формат предоставления информации
1. Нотариально удостоверенная копия изменений в Устав или Устав в новой редакции.	В случае внесения изменений (в течение 10 рабочих дней с даты регистрации).	В бумажном и в эл. виде
2. Нотариально удостоверенная копия свидетельства о государственной регистрации эмитента.	В случае внесения изменений (в течение 10 рабочих дней с даты регистрации).	В бумажном виде
3. Нотариально удостоверенная копия изменений к решению о выпуске, проспекту ценных бумаг или отчету об итогах выпуска ценных бумаг по включенным в Котировальные списки ЗАО «ФБ ММВБ» выпускам ценных бумаг.	В случае внесения изменений (в течение 10 рабочих дней с даты регистрации).	В бумажном и в эл. виде
4. Нотариально удостоверенная копия уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, включенных в Котировальные списки ЗАО «ФБ ММВБ» «В» и «И».	Не позднее чем на следующий день с момента предоставления такого уведомления в ФСФР России.	В бумажном и в эл. виде
5. Нотариально удостоверенные копии писем-уведомлений регистрирующего органа об объединении выпусков ценных бумаг, включенных в Котировальные списки ЗАО «ФБ ММВБ».	В течение 3 рабочих дней с даты получения эмитентом соответствующего письма-уведомления.	В бумажном виде
6. Документ, содержащий решение уполномоченного органа о назначении (избрании) единоличного исполнительного органа Заявителя, либо его нотариально удостоверенная копия.	В случае изменения сведений – в течение 10 рабочих дней с даты составления Протокола заседания уполномоченного органа.	В бумажном и в эл. виде
7. Анкета ценной бумаги	В случае изменения сведений, указанных в Анкете – в течение 10 рабочих дней с даты их вступления в силу, а для облигаций при изменении сведений по купонам – в срок не менее чем за 5 рабочих дней до даты вступления их в силу.	В бумажном и в эл. виде

8. Ежеквартальный отчет эмитента по форме, установленной федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг.	Ежеквартально, в срок не более 45 дней со дня окончания соответствующего квартала.	В эл. виде
9. Бухгалтерская отчетность по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ).	Предоставляется отдельно в случае отсутствия ее в составе ежеквартального отчета эмитента. Формы № 1, 2 – ежеквартально, в срок не более 45 дней со дня окончания соответствующего квартала. Формы № 3, 4, 5 – ежегодно.	В бумажном и в эл. виде
10. Информация о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово – хозяйственную деятельность эмитента, а также о сведениях, которые могут оказать существенное влияние на стоимость ценных бумаг эмитента, в соответствии с требованиями к составу и структуре представления указанной информации, установленными нормативными актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.	В сроки, установленные нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг для раскрытия информации в ленте новостей	В эл. виде
11. Сведения, подтверждающие соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения с приложением документов эмитента, подтверждающих их соблюдение.	Ежеквартально, не позднее 10 календарных дней с даты окончания квартала, а в каждом случае изменения указанных сведений и документов – в течение 10 календарных дней с даты утверждения соответствующих изменений.	В бумажном и в эл. виде
12. Годовая финансовая (бухгалтерская) отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) и (или) Общепринятыми принципами бухгалтерского учета США (US GAAP) и аудиторское заключение в отношении указанной отчетности на русском языке.	Ежегодно - для эмитентов, ценные бумаги которых включены в Котировальные списки ЗАО «ФБ ММВБ» «А» первого и второго уровня.	В бумажном и в эл. виде
13. Годовой отчет общества.	Ежегодно, в срок не позднее 10 дней с даты составления Протокола собрания (заседания) уполномоченного органа эмитента, утвердившего годовой отчет.	В бумажном и в эл. виде

<p>14. Сведения об организации, осуществляющей деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг эмитента (полное наименование, адрес, телефон, номер лицензии и др.).</p>	<p>В случае изменений (определения) сведений в течение 10 рабочих дней с даты получения эмитентом соответствующей информации, а при смене регистратора – в течение 10 рабочих дней с даты публикации эмитентом информации о соответствующем существенном факте.</p>	<p>В бумажном и в эл. виде</p>
<p>15. Список аффилированных лиц.</p>	<p>Для эмитентов, акции которых включены в Котировальные списки ЗАО «ФБ ММВБ» - ежеквартально, в срок не позднее 10 дней с даты окончания отчетного квартала, а в каждом случае изменения сведений – не позднее 10 дней с даты внесения изменений в список аффилированных лиц.</p>	<p>В бумажном и в эл. виде</p>
<p>16. Пресс-релизы о решениях, принятых органами управления эмитента в соответствии с требованиями, установленными нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг.</p>	<p>В сроки, установленные нормативными правовыми актами федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг для публикации пресс-релиза в ленте новостей.</p>	<p>В эл. виде</p>
<p>17. Нотариально удостоверенная копия уведомления регистрирующего органа об аннулировании индивидуального номера (кода) дополнительного выпуска ценных бумаг.</p>	<p>В течение 3 рабочих дней с даты получения эмитентом соответствующего уведомления .</p>	<p>В бумажном виде</p>

Требования листинга для корпоративных облигаций ФБ РТС.

Требования	A1	A2	Б	В
Заявитель	Эмитент			
Срок нахождения облигаций в котировальном списке при условии соответствия предъявляемым к акциям и эмитенту требованиям (с даты включения)	Нет ограничений	Нет ограничений	Нет ограничений	Не более 6 мес.
Объем выпуска	Не менее 1 млрд. руб.	Не менее 500 млн. руб.	Не менее 300 млн. руб.	Не менее 300 млн. руб.
Ежемесячный объем сделок, заключенных на фондовой бирже с облигациями данного типа, за последние 3 месяца *	Не менее 10 млн. руб.	Не менее 1 млн. руб.	Не менее 500 тыс. руб.	-
Min срок существования эмитента	3 года	3 года	1 год	6 мес.
Отсутствие убытков по итогам двух лет из последних трех	Требуется	Требуется	-	-
Соблюдение эмитентом норм корпоративного поведения, предусмотренных Правилами листинга для соответствующего котировального списка	На момент подачи заявления	На момент подачи заявления или обязательство о соблюдении по истечении 1 года со дня включения цб в кс	-	-
Наличие годовой финансовой отчетности по стандартам IAS или US GAAP вместе с аудиторским заключением в отношении указанной отчетности на русском языке	Требуется	Требуется	-	-

* критерий применяется только при включении ценных бумаг в котировальный список

Дополнительные условия для включения облигаций в котировальный список «В»

1. Облигации эмитента впервые размещаются путем открытой подписки, услуги по размещению ценных бумаг при которой оказываются брокером, либо впервые предлагаются к публичному обращению через фондовую биржу или с привлечением брокера для совершения в связи с таким предложением сделок, направленных на отчуждение облигаций.
2. Эмитент принял обязательства по предоставлению фондовой бирже копии уведомления об итогах выпуска (дополнительного выпуска) этих ценных бумаг не позднее, чем на следующий день с момента представления такого уведомления в ФСФР России.
3. Эмитент заключил с РТС и участником (участниками) торгов Договор (договоры) о выполнении им (ими) в течение:
 - всего срока нахождения облигаций в данном котировальном списке обязательств маркет-мейкера в отношении включаемых акций / облигаций (для Котировального списка «В»).

Также для включения облигаций в котировальный список «В»:

4. Исполнение обязательств по облигациям обеспечено залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией, если номинальная стоимость всех выпущенных эмитентом облигаций превышает размер его уставного капитала (за исключением случаев выпуска биржевых облигаций).
5. Решением о выпуске (дополнительном выпуске) облигаций предусмотрены оплата облигаций при их размещении и выплата номинальной стоимости и процентов по облигациям только денежными средствами, а также право владельца облигаций предъявить их к досрочному погашению в случае делистинга этих облигаций на всех фондовых биржах, включивших эти облигации в котировальные списки.
6. Не осуществлялся делистинг облигаций этого же эмитента на всех фондовых биржах, включивших эти облигации в котировальные списки, ранее.

Льготные условия для включения в котировальные списки «А1», «А2», «Б» облигаций эмитентов

Облигации эмитента могут быть включены в указанные котировальные списки без соблюдения требования о минимальном ежемесячном объеме сделок, если акции этого эмитента уже включены в этот котировальный список или котировальный список более высокого уровня.

Основания Делистинга корпоративных облигаций

1.	A1	A2	Б
	Минимальный среднемесячный объем сделок, рассчитанный по итогам <u>последних 6 месяцев*</u>		
	25 млн руб.	2,5 млн руб.	1 млн руб.

* При первичном размещении расчет среднемесячного объема сделок по итогам последних 6 месяцев осуществляется с учетом сумм сделок с ценными бумагами, совершенными через РТС.

При расчете среднемесячного объема сделок с ценными бумагами учитываются сделки, соответствующие требованиям, установленным нормативными правовыми актами Федерального органа.

2. Ценные бумаги подлежат исключению из Списка, если торги ими не были начаты в течение 4 месяцев с момента включения ценных бумаг в Список.

3. В случаях, предусмотренных Льготными условиями включения акций и облигаций в котировальные списки, делистинг соответствующих ценных бумаг, а также в случае перевода акций из котировального списка "В" в другие котировальные списки, осуществляется в течение первых 6 месяцев с момента их включения в котировальный список также в случаях, если среднемесячный объем сделок с указанными ценными бумагами, рассчитанный по итогам последних 3 месяцев, будет ниже минимального объема.

4. Делистинг облигаций не осуществляется при снижении среднемесячного объема сделок с облигациями, рассчитанного по итогам последних 6 месяцев, ниже минимального объема, в случае если в течение указанных 6 месяцев не менее двух третьих каждого торгового дня дилер(ы), уполномоченный(ые) эмитентом облигаций, подавал(и) встречные заявки по этим ценным бумагам и спрэд по этим заявкам не превышал размера спрэда, рассчитанного по нижеприведенной формуле.

Максимальный спрэд, выражаемый в процентах к номинальной стоимости облигации:

$0,25 + M/K$, где

M - количество целых месяцев, оставшихся до погашения облигации;

K - показатель, который принимается равным следующим значениям:

100 - для расчета спрэда по ценным бумагам, включенным в Котировальный список "А" первого уровня;

75 - для расчета спрэда по ценным бумагам, включенным в Котировальный список "А" второго уровня;

50 - для расчета спрэда по ценным бумагам, включенным в Котировальный список "Б".

Эмитент облигаций обязан не позднее рабочего дня, предшествующего дню, с которого дилер начнет выставлять встречные заявки, направить Бирже уведомление, содержащее наименование дилера и наименование ценных бумаг, в отношении которых будут осуществляться соответствующие обязанности, а также дату начала выполнения этих обязанностей.