

ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫЕ И ЭКОНОМИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ ВЫПУСКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В РОССИИ

А. В. Ветохин

Воронежский государственный университет

В настоящее время эмиссия облигаций становится все более распространенным инструментом привлечения заемного финансирования российскими организациями. Однако возможности выхода отечественных организаций на долговой рынок ограничены законодательно, а в некоторых случаях экономически нецелесообразны.

В статье проведен анализ сложившейся ситуации, который свидетельствует, что соответствие действующему законодательству является обязательным компонентом привлечения финансовых ресурсов. В то же время экономические условия, определяемые как совокупность внешних и внутренних факторов, влияют на выбор эмитентом основных параметров займа и оказывают воздействие на эффективность привлечения инвестиций путем выпуска облигаций по сравнению с альтернативными источниками финансирования.

На сегодняшний день корпоративные облигации являются популярным инструментом привлечения финансовых ресурсов российскими компаниями. Эмиссия облигаций — удобный способ мобилизации инвестиций, позволяющий, не изменяя и не перераспределяя собственность, аккумулировать средства инвесторов и обеспечить предприятиям доступ на рынок капиталов. «В условиях подъема российской экономики и увеличения инвестиционных потребностей российских компаний этот рынок корпоративных облигаций является единственным функционирующим рынком капитала в стране и предоставляет российским компаниям доступ к источникам долгосрочного финансирования» [13]. К сожалению, в настоящее время выпуск облигаций на российском фондовом рынке доступен далеко не каждой организации, поскольку для выхода на рынок облигаций необходимо соответствовать значительному числу правовых и экономических условий.

Согласно Гражданскому кодексу Российской Федерации и Федеральным законам «Об обществах с ограниченной ответственностью» и «Об акционерных обществах» только акционерные общества и общества с ограниченной ответственностью «вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую размер уставного капитала либо величину обеспечения, предоставленного обществу в этих целях третьими лицами, после полной оплаты уставного капитала. При отсутствии обеспечения выпуск облигаций допускается не ранее третьего года существования акционерного общества и при

условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества»¹.

Как следует из вышеуказанных Федеральных законов, размер эмиссии облигаций ограничен размером уставного капитала эмитента в целях снижения рисков кредиторов. Как решение проблемы здесь видится увеличение уставного капитала организаций — потенциальных эмитентов. Источниками увеличения уставного капитала как в обществах с ограниченной ответственностью, так и в акционерных обществах могут быть добавочный капитал, нераспределенная прибыль, фонды накопления, резервный капитал.

Законодательство позволяет увеличить уставный капитал за счет добавочного путем повышения номинальной стоимости акций. Однако эту возможность используют довольно редко, хотя данная процедура и не требует особых затрат. В России «около 99 % российских предприятий, не исключая и тех, акции которых числятся в перспективных сегментах фондового рынка, имеют мизерный уставный капитал при огромной величине добавочного капитала, накопившегося в результате многочисленных переоценок основных фондов. Поэтому акционерное общество с уставным капиталом, например, в 15 или 18 тыс. рублей может иметь добавочный капитал в размере 60, 70 или даже 100 млн рублей» [15, с. 45].

Увеличить уставный капитал организация может также путем переоценки или покупки имуще-

¹ П. 2 ст. 102 Гражданского кодекса Российской Федерации; п. 2-3, ст. 31 Федерального закона от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»; п. 3 ст. 33 Федерального закона от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

ва или же за счет нераспределенной прибыли. При этом либо увеличивается номинальная стоимость акций, либо размещаются дополнительные акции. Однако не все компании имеют нераспределенную прибыль, достаточную для покрытия потребности в заемных средствах, а переоценка является затратным мероприятием. Кроме того, при дополнительной эмиссии существует опасность «размывания» акционерного капитала среди большого числа юридических лиц и потери контроля над компанией.

Если же увеличение уставного капитала нежелательно для компании или проблематично, облигационный заем должен быть обеспечен. Исполнение обязательств по облигациям с обеспечением, может обеспечиваться залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной и муниципальной гарантией. Предметом залога в качестве обеспечения облигаций может являться только недвижимость и ценные бумаги, которые подлежат оценке независимым оценщиком. При использовании в качестве обеспечения облигаций поручительства третьего лица договор поручительства должен предусматривать только солидарную ответственность поручителя и эмитента². При обеспечении облигаций с помощью банковской гарантии она не может быть отозвана и может должна также предусматривать только солидарную ответственность гаранта и эмитента.

Гарантию и залог по облигационным займам используют редко. «Отказ от использования залога объясняется нежеланием компаний обременять свои активы залоговыми обязательствами и тем самым терять основное преимущество облигационного займа перед банковским кредитом. Что касается гарантии, то получить ее достаточно сложно. Поэтому основным способом обеспечения займа является поручительство» [16]. На практике в качестве третьих лиц, предоставляющих поручительство или дающих гарантию, выступают дочерние или зависимые общества, аффилированные с эмитентом.

По нашему мнению, принимая во внимание российский опыт функционирования рынка облигаций, поручительство как способ обеспечения является наиболее приемлемым для выпуска корпоративных облигаций.

Кроме того, данный вид обеспечения широко применяется российскими компаниями в случае выпуска облигаций с использованием «технических

эмитентов», ведь для инвесторов — это наиболее понятный и привычный способ обеспечения. Технический эмитент — это вновь созданная, как правило, дочерняя организация, практически не имеющая собственных активов, целью которой является инвестиционная деятельность, в данном случае выпуск облигаций. Технический эмитент выпускает облигации, используя в качестве поручителей своих учредителей.

На российском финансовом рынке представлено значительное количество технических эмитентов. Параметры их облигационных займов несколько отличаются от параметров заимствований обычных компаний. Так, сроки купонных выплат технических эмитентов в большинстве случаев составляют шесть месяцев, а проценты купонных выплат в среднем на 1,5—2 % выше, чем обычных компаний. Наиболее распространенный срок обращения облигаций технических эмитентов — три года — отражает минимальные сроки окупаемости проектов, под которые привлекаются инвестиции через технических эмитентов. Подобный способ эмиссии использовался, например, компанией «Тинькофф», техническим эмитентом которой выступало ООО «Тинькофф-Инвест» [16].

Другим распространенным способом преодоления законодательного ограничения, связанного с размером уставного капитала, является создание управляющей компании, которая в качестве обеспечения займа может использовать имущество своих дочерних обществ.

Важным условием, сдерживающим выпуск облигаций, является неадекватное состояние корпоративного управления во многих организациях. Выпуск любых ценных бумаг, включая облигации, сопряжен с раскрытием и опубликованием большого объема информации³, которая многими менеджерами рассматривается как конфиденциальная. Таким образом, далеко не все компании готовы к информационной открытости в отношении сторонних инвесторов, а, соответственно, и к выходу на публичный рынок капиталов. И этот фактор, по нашему мнению, является наиболее существенным ограничением, оказывающим влияние на возможность компании осуществить эмиссию облигаций.

На наш взгляд, ограничения, связанные с транспарентной информацией о деятельности эмитента, носят справедливый характер и направлены, пре-

² Ст. 27.2—27.4 Федерального закона от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

³ Порядок раскрытия информации установлен «Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (утверждено приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 16.03.2005 № 05-5/пз-н).

жде всего, на защиту интересов инвесторов, желающих осуществить вложения средств в облигации, поэтому руководителям российских организаций их следует рассматривать не в качестве препятствий к осуществлению эмиссии облигаций, а как обязательное условие. В то же время, целесообразно законодательно заменить ограничение на объем эмитированных облигаций величиной уставного капитала размером чистых активов, так как величина уставного капитала у некоторых организаций значительно меньше объема чистых активов. По нашему мнению, показатель «чистые активы» более адекватно отражает степень защиты инвесторов.

В случае, если организации удовлетворяет всем условиям, которые установлены законодательно, то это еще не означает, что выпуск облигаций возможен с позиции экономических условий, к которым можно отнести факторы внутреннего и внешнего влияния.

К внутренним факторам относится целый комплекс экономических показателей деятельности организации таких, как имеющаяся структура активов и пассивов, валюта баланса, годовая выручка, а также целый ряд экономических коэффициентов (финансовой устойчивости, рентабельности, оборачиваемости, ликвидности и т.п.). Данная группа факторов индивидуальна для каждой организации и является определяющей при принятии решения о выборе источника финансирования.

С позиции финансового менеджмента наиболее важным для анализа целесообразности выпуска облигаций считается коэффициент, выражающий отношение платного долга к объему годовой выручки. Оптимальное соотношение, сложившееся на сегодняшний момент для рынка облигаций составляет 10 %, но у некоторых компаний (в зависимости от отрасли) он может достигать и до 60 %. Однако «если размещение является первым опытом для компании, то объем займа составит 20—25 процентов от выручки. Требования к новым игрокам бывают довольно строгими, например, значительная долговая нагрузка для них неприемлема» [6]. Еще один важный коэффициент — соотношение долга и собственного капитала компании. Высокое значение коэффициента (выше 100 %) может свидетельствовать о недостаточной финансовой устойчивости компании.

По нашему мнению, к основному экономическому условию выпуска облигаций следует отнести объем эмиссии, который, в свою очередь, зависит от размера потенциального эмитента облигаций.

Если в 2002—2003 годах большинство финансовых аналитиков полагали, что облигационный заем выгоден для тех организаций, которые нуждаются в инвестициях объемом не менее 200—300 млн рублей. Именно эти цифры обычно назывались в качестве пороговых, когда речь шла о выпуске облигаций [15, с. 42; 10]. То в 2006 году минимальный объем эмиссии должен был быть уже не менее 500 млн рублей [11].

Мы согласны с мнением В.Шмелева, что «выпускать заем на сумму менее 500 млн. руб. сегодня невыгодно, поскольку банки, заинтересованные в приобретении облигаций, не смогут приобрести пакет, который бы позволил им впоследствии получить необходимую прибыль. Поэтому первичное размещение подобных бумаг необходимо проводить либо по закрытой подписке, либо среди заранее оговоренного круга биржевых брокеров. Оптимальной же считается эмиссия облигаций в размере от 1 млрд руб.» [16], так как «в настоящее время займы с объемом менее 1 млрд рублей считаются ограниченно ликвидными и имеют существенно более узкую базу инвесторов [7, с. 85].

Для инвесторов объем выпуска облигаций во многом определяет его дальнейшую ликвидность. При этом данный параметр актуален не только для эмитентов «второго-третьего эшелонов», но и для более качественных заемщиков. Так, например, ликвидность достаточно большого количества займов Газпрома, РАО «ЕЭС России», Внешторгбанка, «АЛРОСы» сократилась в середине 2005 года. Это было связано с тем, что большая часть объемов облигационных займов таких эмитентов находилась в портфелях консервативных инвесторов, а на вторичном рынке обращалась относительно небольшая доля выпусков. Поэтому от крупных эмитентов «первого эшелона» инвесторы ожидают не традиционных займов в 3—5 млрд руб., а более крупных — в 10—15 млрд руб. [12, с. 28].

Таким образом, «минимальный объем займа и максимальное отношение заемных средств к объему выручки определяют круг компаний, для которых целесообразен выпуск облигаций. Минимальный объем займа определяется таким образом, чтобы, во-первых, объем постоянных издержек, связанных с подготовкой выпуска, был бы сравнительно небольшим в относительном выражении в сравнении с объемом займа; во-вторых, было бы возможно обеспечить размещение выпуска среди достаточно широкого круга инвесторов; в-третьих, сформировался вторичный рынок облигаций» [14].

Весьма ощутимую роль в определении возможностей финансирования путем выпуска облигаций оказывает практический опыт размещений на рынке других ценных бумаг (обычно векселей), рейтинги и имидж организации. Эмиссия корпоративных облигаций не может быть сиюминутным желанием компании привлечь денежные средства, а обязана быть органично встроена в стратегию компании.

Заемное финансирование в форме выпуска облигаций требует наличия широкого круга специалистов, поэтому большинство компаний в настоящее время для разработки основных параметров займа и его организации привлекают инвестиционную компанию или банк.

Одним из главных внешних факторов, оказывающих влияние на выпуск облигаций, по нашему мнению, является развитая и эффективно функционирующая инфраструктура рынка. Под инфраструктурой рынка ценных бумаг мы понимаем «совокупность технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок, материализованная в разных технических средствах, институтах (организациях), нормах и правилах» [9, с. 16].

Ведь активное совершенствование инфраструктуры рынка корпоративных облигаций обеспечило долговому рынку бурный рост и популярность в России. Деятельность инвестиционных компаний и банков в качестве эмитентов, инвесторов, а главное — в качестве организаторов выпусков облигаций, берущих на себя заботы по разработке и оформлению облигационного займа, привело к значительному интересу со стороны нефинансовых корпораций к долговому публичному сегменту рынка ценных бумаг.

Кроме того, на создание экономических условий, благоприятно воздействовавших на рынок корпоративных облигаций, оказала деятельность научно-исследовательских институтов и учебных заведений, информационных и рейтинговых агентств, которые постоянно обобщают и анализируют информацию о рынке корпоративных облигаций и предоставляют ее заинтересованным пользователям, в том числе и на безвозмездной основе.

Теперь рассмотрим совокупность внешних факторов, оказывающих влияние на решение эмитента осуществить выпуск облигаций. К подобным факторам мы относим уровень сложившихся процентных ставок, состояние денежного и валютного рынков, цены на нефть, суверенный рейтинг,

инфляционные ожидания, а также целый ряд других макроэкономических показателей.

Самым важным фактором, оказывающим влияние на решение эмитента осуществить заимствование в форме облигационного займа, является уровень сложившихся на рынке процентных ставок. Ведь при выборе источника финансирования оценивается стоимость привлекаемых ресурсов, которая выражается в процентной ставке. Соответственно потенциальным эмитентом анализируется ситуация на рынке банковских кредитов и долговых инструментов в целях выбора наиболее минимальной ставки. В современной истории фондового рынка нередки случаи, когда объявленный выпуск облигаций отменялся или переносился на более отдаленный срок в связи с повышением ставок на денежном рынке. В подобных условиях банковский кредит становился более дешевым способом привлечения заемных средств.

Ликвидность финансовой системы является следующим определяющим фактором для рынка облигаций и для эмитентов в частности. Во многом данный показатель связан с уровнем процентных ставок, сложившихся на денежном рынке. Банки являются наиболее чувствительными финансовыми институтами, реагирующими на ликвидность денежного рынка. Например, избыточная ликвидность на денежном рынке заставляет банки вкладывать свои ресурсы в наиболее прибыльные долговые инструменты, которыми в настоящий момент являются облигации из корпоративного сегмента. Данное обстоятельство, в свою очередь, нацеливает эмитентов облигаций размещать свои выпуски именно в периоды избыточной ликвидности финансового рынка.

Повышение суверенного рейтинга России активно стимулирует зарубежных инвесторов осуществлять операции на российском фондовом рынке, что, в свою очередь, увеличивает шансы эмитентов на более успешное размещение выпуска. Ситуация на валютном рынке также имеет очень важное значение для иностранных инвесторов. Российский рынок корпоративных облигаций является частью мирового финансового рынка, поэтому изменения тенденций на мировых валютных рынках влекут за собой изменения и на российском долговом рынке. Например, рост ставки рефинансирования ФРС и укрепление доллара оказывают негативное влияние на российский рынок корпоративных долгов.

В тоже время, сохранение стабильного денежного предложения способствует увеличению пред-

ложения облигаций. Нельзя не согласиться с мнением аналитика ИК «ЦЕРИХ Кэпитал Менеджмент» Ю. Гросул, что денежно-кредитная политика играет немаловажную роль для рынка российских облигаций. В период достаточно спокойного состояния внешнего рынка и отсутствия потрясений от корпоративных новостей динамика рынка рублевых облигаций почти точно следует за изменением курса рубля к доллару США. В свою очередь, политика Банка России в отношении курса национальной валюты служит одним из определяющих факторов для российских облигаций. В 2006 году основной задачей денежно-кредитной политики являлась борьба с инфляцией, одним из методов которой становится укрепление рубля. В свою очередь сильная национальная валюта повышает привлекательность рублевых инструментов [8, с. 17]. Рост номинального курса рубля позитивно сказывается на конъюнктуре внутреннего долгового рынка, так как привлекает на него иностранных спекулянтов, желающих заработать на колебаниях курса рубля по отношению к иностранным валютам.

По мнению аналитика по долговым ценным бумагам ИК «Тройка Диалог» А. Кудрина, в последние годы Банк России придерживается политики умеренного укрепления реального курса рубля, что, безусловно, способствует проявлению повышенного интереса к рублевым инструментам. Именно поэтому можно говорить о положительном воздействии политики Банка России на рынок облигаций [8, с.16].

Таким образом, если эмитент действует в рамках законодательства и грамотно учитывает экономические условия, то выпуск корпоративных облигаций может служить одним из перспективных источников финансирования его деятельности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Гражданский кодекс Российской Федерации.
2. Федеральный закон от 08.02.1998 № 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».
3. Федеральный закон от 26.12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах».

4. Федеральный закон от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

5. Положение «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» (утверждено приказом Федеральной службы по финансовым рынкам от 16.03.2005 №05-5/пз-н).

6. Гирля К. Занимать публично / К. Гирля // Интернет журнал «Реальный бизнес». — (<http://www.real-business.ru/articles/445.html>).

7. Гороховская О. Основные правила поведения на рынках капитала: практическое руководство / О. Гороховская, Н. Гусаков // Специальный проект «Рынок долгов. Россия». — 2005. — № 3. — С. 84—86.

8. Долговой рынок России: высокие показатели 2005 г. // Рынок ценных бумаг. — 2005. — № 8 (287). — С.16—18.

9. Евсенок О.С. Инвестиции в вопросах и ответах: учеб. пособие. — М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2005. — 256 с.

10. Как выпустить облигации: советы не только для богатых // Финансовый директор. — 2002. — № 4. — (<http://www.fd.ru>).

11. Коган Е. Как выпустить облигации / Е. Коган // Генеральный директор. — 2006. - №6. — (http://www.cfin.ru/finmarket/issue_bonds.shtml).

12. Малиновский В. Обеспечение ликвидности высокодоходных облигаций организатором размещения / В. Малиновский // Рынок ценных бумаг. — 2005. — № 13 (292). — С. 27—28.

13. Официальный Интернет-ресурс Финансовой Корпорации «УРАЛСИБ» — (<http://www.uralsibcap.ru/services/fixed-income.do>).

14. Погребняк Е.В. Аналитически доклад «Рынок корпоративных облигаций: ожидания эмитентов и меры по совершенствованию регулирования». — Институт комплексных стратегических исследований.

15. Чекулаев М. Блеск и нищета андеррайтеров, или почему они игнорируют мелких эмитентов / М. Чекулаев // Банковское обозрение. — 2003. — № 5 (47). — С. 42—45.

16. Шмелев М. Выход на рынок корпоративных облигаций: возможные проблемы / М. Шмелев // Финансовый директор. — 2004. — № 6. — (<http://www.fd.ru>).

Принято в печать 21 декабря 2006 г.