

МЕХАНИЗМ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ В КАЧЕСТВЕ ИНСТРУМЕНТА ФИНАНСИРОВАНИЯ

Е. Ф. Сысоева, В. В. Говорова

Воронежский государственный университет

Для успешного развития реального сектора экономики необходим сильный финансовый рынок и его органичная составная часть — рынок ценных бумаг, основной функцией которого является инвестиционная функция. Если предприятие испытывает потребность во внешних источниках финансирования, то перед ним стоит сложная задача — выбрать наиболее подходящий для этой цели финансовый инструмент. Ситуация осложняется тем, что традиционный для российских предприятий внешний источник финансирования — банковский кредит — на практике достаточно дорог и носит, в основном, краткосрочный характер. В структуре кредитного портфеля банков, действующих на территории Воронежской области, доля кредитных вложений сроком до одного года составила 48,4 %, свыше трех лет — 18,6 % [3], что явно недостаточно для обновления основного капитала предприятий реального сектора экономики. В сложившейся ситуации наиболее реальным источником долгосрочных финансовых ресурсов может выступить рынок ценных бумаг.

В настоящее время самым динамичным сектором российского рынка ценных бумаг является рынок корпоративных облигаций. Данная ситуация возникла благодаря уникальной комбинации целого ряда благоприятных факторов, важнейшими из которых явились: рекордно низкие ставки на финансовых рынках экономически развитых стран, избыток рублевой массы в российской экономике и отсутствие альтернативных и достаточно привлекательных для инвестирования объектов.

К выпуску облигаций стали прибегать не только крупные компании такие, как РАО

«Газпром», ТНК, Магнитогорский металлургический комбинат, но и сравнительно небольшие и менее известные компании, большинство из которых ранее никак не были представлены на отечественном фондовом рынке (наиболее яркий пример — Московская обувная фабрика «Парижская коммуна», чей заем в 200 млн руб. стал одним из главных во «втором эшелоне»). Начиная с 1999 г. 154 эмитента (промышленные предприятия) разместили более 238 выпусков корпоративных облигаций, на сумму 161,6 млрд руб. по номиналу. Такое положение, прежде всего, связано с осознанием того, что сейчас займы на облигационном рынке действительно становятся дешевле банковских кредитов. Для сравнения: привлечение денежных средств путем выпуска рублевых облигаций можно, в среднем, за 6,2—8,7 % — для бумаг «первого эшелона», бумаг «второго эшелона» 9—13 % годовых [12]. В то же время, по данным Главного управления Банка России по Воронежской области, совокупные ожидания банков, действующих на территории Воронежской области, по ставкам предоставления кредитов в I квартале 2005 г. составляют: минимальная ставка по кредитам юридическим лицам — 13,5 %, максимальная — 28 %, средняя — 17,8 %. При этом максимально возможная ставка, под которую готовы кредитоваться предприятия, составляет 13,4 % [3].

Использование различных инструментов, позволяющих сделать облигационный заем более привлекательным для инвестора и выгодным для эмитента, направлено на решение этой задачи. К таким инструментам мы относим величину купона, обеспечение или гарантию, падающую купонную ставку, конвертацию в акции эмитента, встроенную

оферту, валютную индексацию, инфляционную индексацию, привязку к доходности госбумаг и многие другие. В связи с этим потенциальные эмитенты могут использовать различные виды облигаций в качестве долгосрочного источника финансирования своих инвестиционных программ (см. табл. 1).

Выпуск облигационного займа, по нашему мнению, следует рассматривать не как конечную цель в деятельности компаний на финансовом рынке, а как своеобразное начало (или продолжение) этой работы с целью получения возможности одновременно использования всех инструментов фондового рынка. Представляется, что компании, планирующие разместить свои облигации в ближайшем будущем, должны разработать структуру займа, способную привлечь внимание инвесторов и одновременно удешевить привлекаемые финансовые ресурсы. Для решения данной задачи, на наш взгляд, эмитенты, прежде всего, должны стремиться к максимальной информационной «прозрачности». Часто информационная закрытость эмитента, отсутствие четко сформулированной цели займа или доказательств того, что цели реалистичны, приводит к сокращению и удорожанию привлекаемых компанией финансовых ресурсов. Инвестору нужны доказательства того, что компании можно доверять, но отнюдь не многие эмитенты и организаторы торговли

могут их предоставить. Например, в декабре 2002 г. были размещены облигации ЛМЗ «Свободный Сокол». Предприятие в течение длительного периода времени было убыточным, однако реструктуризация бизнеса, проведенная новым менеджментом, позволила в 2002 г. улучшить показатели и увеличить объемы производства. Эмитент является перспективным даже в силу его отраслевой принадлежности, но плохие балансы за предыдущие годы, его нежелание полностью раскрыть информацию о себе, в частности, о структуре собственности и конкретных бизнес-планах на будущее, привели к тому, что эти облигации относятся к «третьему эшелону» и торгуются с доходностью 18 %. В доказательство положительного влияния информационной «прозрачности» на масштаб привлекаемых компаниями финансовых ресурсов можно привести компанию «Вимм-Билль-Данн», акционеры которой, продав 25 % акций и раскрыв информацию об акционерах компании, привлекли в феврале 2002 года более 200 млн дол., что превышает прибыль корпорации за все время существования [7].

Хотелось бы обратить внимание на необходимость разработки конкретной инвестиционной программы, которая, на наш взгляд, должна координироваться с эмиссионной политикой предприятия. Под эмиссионной политикой понимается совокуп-

Таблица 1

Классификация облигаций

Классификационный признак	Виды облигаций
По особенностям регистрации и обращения	Именные облигации Облигации на предъявителя
По целям облигационного займа	Облигации, выпускаемые для финансирования новых инвестиционных проектов Облигации, выпускаемые для рефинансирования имеющейся у эмитента задолженности Облигации, выпускаемые для финансирования мероприятий, не имеющих отношения к производственной деятельности эмитента
По срокам погашения	Краткосрочные — сроком погашения до 5 лет Среднесрочные — сроком погашения от 5 до 15 лет Долгосрочные — сроком погашения от 15 лет и выше
По формам выплаты дохода	Процентные облигации Дисконтные облигации
По характеру обращения	Конвертируемые облигации Неконвертируемые облигации
По возможности досрочного выкупа	Отзывные облигации Безотзывные облигации
В зависимости от порядка погашения (возврат держателю облигации номинальной стоимости)	Облигации с единовременным сроком погашения Облигации со сроком погашения по сериям

ность мероприятий и последовательность действий эмитента по выпуску и организации обращения собственных ценных бумаг. Основными целями эмиссионной политики являются мобилизация финансовых ресурсов на рынке ценных бумаг, поддержание ликвидности собственных ценных бумаг, изменение структуры источников финансирования, получение эмиссионного дохода и др. В рамках эмиссионной политики осуществляется выбор вида эмитируемых ценных бумаг, способа, формы и времени размещения, методики определения цены размещения, определяется целесообразность конвертации одних ценных бумаг в другие. Формирование эмиссионной политики предполагает анализ фондового рынка в целом и места собственных ценных бумаг на этом рынке, в частности; тенденций изменения структуры капитала эмитента и их последствий; анализ возможных вариантов эмиссий ценных бумаг. При этом необходимо учитывать, что эмиссионная политика выступает составной частью финансовой политики эмитента и должна согласовываться, например, с дивидендной и инвестиционной политикой.

В рамках эмиссионной политики для каждого конкретного выпуска облигация разрабатывается эмиссионная программа.

Эмиссионная программа — совокупность информационно-аналитических данных, включающих в себя следующие этапы:

- оценка внешней среды эмитента (макроэкономический и отраслевой анализ);
- оценка инвестиционной привлекательности эмитента, заключающейся в оценке его финансового состояния, эффективности использования финансовых ресурсов, положения на рынке ценных бумаг, конкурентоспособности, организационно-технического и кадрового обеспечения;
- структурирование выпуска ценных бумаг;
- разработка схемы размещения ценных бумаг.

По нашему мнению, основные требования, предъявляемые к разработке эмиссионной программы, можно представить следующим образом:

- разработка эмиссионной программы должна строиться в русле эмиссионной по-

литики эмитента и соответствовать общей стратегии его развития;

- эмиссионная программа должна содержать характеристику внешней среды эмитента, его инвестиционной привлекательности, а также сложившегося состояния рынка ценных бумаг эмитента, тенденций изменения структуры его акционерного капитала и приоритеты эмиссионной политики;

- эмиссионная программа должна содержать сравнительный анализ различных вариантов эмиссий, различающихся между собой по видам размещаемых облигаций, стратегии размещения выпуска, его параметрам и структуре;

- разработка эмиссионной программы должна осуществляться при четком и скоординированном взаимодействии всех структурных подразделений эмитента, задействованных в работе по подготовке к выпуску (производственных, финансово-экономических, юридических и др.);

- к разработке эмиссионной политики рекомендуется привлекать финансового консультанта, особенно в случае, если дальнейшее размещение ценных бумаг планируется осуществлять на организованном рынке.

Поскольку формат статьи не позволяет подробно изложить содержание каждого этапа эмиссионной программы, остановимся на одном из самых важных и наименее освещенных в экономической литературе — на этапе структурирования выпуска облигаций.

Его основная цель — определение оптимального объема привлекаемых инвестиционных ресурсов, обоснование и выбор наиболее оптимального финансового инструмента, определение параметров эмиссии.

Определение оптимального объема привлекаемых инвестиционных ресурсов. Эмиссия ценных бумаг требует определенных единовременных затрат на ее осуществление. В частности, при регистрации выпуска облигаций эмитентом уплачивается государственная пошлина в размере 0,2 % от номинальной суммы выпуска (дополнительного выпуска), но не более 100 тыс. рублей. Эмитент несет определенные затраты на оплату услуг финансовых консультантов при подготовке документов для регистрации выпуска, на оплату услуг андеррайтера, затраты,

связанные с маркетинговыми мероприятиями и т.п.

Таким образом, объем привлекаемых инвестиционных ресурсов будет складываться из стоимости инвестиционного проекта, для финансирования которого осуществляется эмиссия облигаций, а также совокупных единовременных затрат, связанных с эмиссией.

Важно также отметить, что задача определения оптимального объема эмиссии должна решаться с учетом уровня долговой нагрузки и финансовых показателей эмитента. Поэтому эмитентом должен быть разработан план-график купонных платежей с учетом графика платежей по иным долговым обязательствам в целях оптимизации долговой нагрузки. Далее необходимо проанализировать структуру капитала компании, которая может существенно измениться в результате осуществления облигационного займа в направлении повышения степени ее финансового риска.

Определение оптимального варианта эмиссии облигаций. Не существует универсальных рекомендаций, позволяющих сделать выбор того или иного варианта эмиссии. По нашему мнению, к эмиссии облигаций следует прибегать, если акционеры стремятся сохранить существующую структуру собственности; объем привлекаемых ресурсов превышает размер уставного капитала; срок окупаемости инвестиционного проекта в пределах трех лет; эмитент обладает достаточными ресурсами для обслуживания выпуска; имеет возможность привлечь третьих лиц в качестве гарантов по займу. К эмиссии облигаций, конвертируемых в акции целесообразно прибегать в случае, если срок инвестиционного проекта достаточно продолжителен и эмитент не обладает достаточными ресурсами для обслуживания выпуска. Но при этом следует помнить, что по окончании срока займа инвесторы станут акционерами и получают право контроля за деятельностью эмитента и даже управления предприятием.

Очевидно, что данные критерии носят общий характер и не учитывают особенностей эмитента и ряда ограничений, связанных с эмиссией облигаций. В вопросе определения оптимального варианта эмиссии

важно принимать во внимание следующие факторы:

- технико-экономические характеристики инвестиционного проекта;
- структуру капитала и активов компании;
- затраты, связанные с эмиссией и размещением облигаций;
- законодательные ограничения, связанные с эмиссией облигаций.

Полагаем, что двумя ключевыми показателями, характеризующими различные варианты проведения эмиссии, являются объем привлекаемых инвестиционных ресурсов и цена капитала. Предложенные выше критерии позволяют принимать решение при реализации чистых стратегий, предполагающих эмиссию одной категории ценных бумаг — облигаций. На практике предприятия зачастую прибегают к смешанным стратегиям, предполагающим эмиссию нескольких категорий ценных бумаг. Поэтому анализ чистых стратегий следует рассматривать в качестве промежуточного этапа для анализа смешанных стратегий.

Определение параметров эмиссии. Данный этап является заключительным и наиболее трудоемким в структурировании выпуска облигаций. Параметры эмиссии включают:

- количество размещаемых облигаций;
- номинальный объем выпуска;
- форму размещения;
- цену размещения облигаций;
- размер купонной ставки (дисконта);
- срок обращения облигаций;
- определение механизма встроенных офферт.

Задача определения количества размещаемых облигаций и их номинальной цены должна решаться, по нашему мнению, исходя из результатов первого и второго этапов структурирования выпуска, а также с учетом параметров уже размещенных ценных бумаг (в случае наличия таковых), с учетом особенностей потенциального круга инвесторов и вторичного рынка ценных бумаг данного эмитента.

В частности, при размещении облигаций по открытой подписке среди заранее неограниченного круга инвесторов, в том числе и среди физических лиц, номинальный объем выпуска (N) и их количество (Q),

следует рассчитывать с учетом обратной пропорциональности данных параметров друг другу при заданном объеме выпуска (V), то есть:

$$Q = V / N.$$

Считается, что минимизируя номинальную цену облигаций при увеличении их количества в обращении, представляется возможным привлечь более широкий круг инвесторов, в том числе и среди физических лиц.

На наш взгляд, данные предпосылки можно принимать во внимание с высокой степенью условности и, помимо всего прочего, учитывать особенности вторичного рынка. Так, например, практически все размещаемые на ММВБ корпоративные облигации имеют одинаковую номинальную цену — 1000 рублей.

Кроме того, рыночная цена размещенных облигаций, определяемая внешними факторами и результатами деятельности эмитента, может отличаться от номинальной в десятки раз.

Говоря о выборе формы размещаемых облигаций, важно отметить, что согласно статье 16 Федерального закона от 22.04.1996 г. № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» в редакции Федерального закона от 28.12.2002 г. № 185-ФЗ именные ценные бумаги могут выпускаться только в бездокументарной форме, за исключением случаев, предусмотренных федеральными законами. Эмиссионные ценные бумаги на предъявителя могут выпускаться только в документарной форме [9].

Цена размещения ценных бумаг является наиболее сложным параметром эмиссии, определение которого зачастую не обходится без привлечения финансового консультанта.

Цена размещения облигаций рассчитывается как сумма номинальной цены и величины накопленного купонного дохода на дату размещения. Соответственно, если в день начала размещения облигаций цена размещения равна номинальной цене, то в каждый последующий день цена размещения увеличивается на сумму накопленного купонного дохода (НКД). Важно также отметить, что в соответствие со «Стандартами

эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг», утвержденными Постановлением ФКЦБ от 18 июня 2003 г. № 03-30/пс, размещение облигаций одного выпуска может производиться эмитентом по разным ценам (за исключением случая, когда цена размещения облигаций определена эмитентом в цифре) [10].

Цены размещения облигаций указываются в решении о выпуске (проспекте эмиссии) либо в цифрах, либо устанавливается порядок определения цены размещения.

Порядок определения цены размещения может устанавливаться в виде формулы с меняющимися переменными: в зависимости от изменения курса определенной иностранной валюты; в зависимости от изменения котировок ценных бумаг у организатора торговли; в зависимости от результатов торгов (аукциона, конкурса), а также в зависимости от иных факторов.

Наиболее ответственным и сложным этапом является определение доходности размещаемых ценных бумаг. При определении размера купонной ставки по облигациям следует ориентироваться на среднерыночные процентные ставки на рынке облигаций, технико-экономические характеристики инвестиционного проекта, особенности эмитента и иные факторы.

На практике процентная ставка по первому купону определяется путем проведения конкурса среди потенциальных покупателей облигаций в первый день их размещения. Процентная ставка по второму и последующим купонам устанавливается эмитентом.

Срок обращения облигаций рассчитывается, исходя из технико-экономических характеристик инвестиционного проекта и плана денежных потоков от его реализации. На практике в условиях, когда ликвидность рынка рублевых корпоративных облигаций остается низкой, и тенденций снижения рисков не наблюдается, разместить облигационный заем на срок более одного года весьма сложно, особенно эмитентам, впервые выходящим на рынок капитала. Вместе с тем, расходы, связанные с выпуском и размещением облигационных займов, делают экономически невыгодным для эмитентов размещение облигационных займов сроком

менее, чем на 3 года. В таких условиях компромиссным вариантом решения данной проблемы является использование механизма «встроенных офферт», предусматривающего выставление эмитентом с определенной периодичностью (как правило, один раз в полгода или раз в год) безотзывной офферты выкупать по требованию инвесторов облигации (с возможностью их последующего размещения уже на вторичном рынке). Таким образом, инвесторы хеджируют риски, связанные с долгосрочным владением облигаций эмитента, что повышает их ликвидность и инвестиционную привлекательность.

Очевидно, что расчет представленных параметров служит исходной базой для оценки стоимости инвестиционных ресурсов, что в определенной степени позволяет эмитентам оценить и обосновать целесообразность и экономическую эффективность той или иной формы финансирования. Сравнительная характеристика некоторых форм финансирования инвестиционных программ приведена в таблице 2.

Универсальный механизм привлечения инвестиционных ресурсов посредством эмиссии корпоративных облигаций сроком не менее трех лет можно представить следующим образом.

Эмитент, разработав инвестиционный проект, основные условия и параметры которого согласовываются с инвестиционным банком, размещает облигационный заем и направляет привлеченные финансовые ресурсы на финансирование данного инвестиционного проекта. Инвестиционный банк осуществляет выплату купонного дохода инвесторам по данному облигационному займу и выкупает облигации в случае акцепта инвесторами офферты к выкупу в период освоения эмитентом инвестиционных ресурсов до момента начала поступления денежных потоков от реализации инвестиционного проекта, кредитуя тем самым эмитента.

В современных условиях эмитентами, как правило, предусматриваются по облигациям два купонных периода в год. Кроме того, выставление офферты к выкупу является необходимым условием эмиссии облигаций средними по размеру организациями, не имеющими кредитной истории. Таким об-

разом, первые расходы по обслуживанию облигационного займа начинаются через полгода (в случае полугодовой офферты и двух купонных периодов) с момента начала размещения выпуска, что резко увеличивает долговую нагрузку на эмитента.

Данный механизм позволяет на период освоения инвестиций до момента начала поступления денежных потоков от реализации проекта, фактически освободить эмитента от расходов, связанных с обслуживанием облигационного займа. С момента начала поступления денежных средств от реализации инвестиционного проекта эмитентом погашается оставшаяся часть купонных платежей, а погашение облигаций будет осуществляться уже за счет прибыли от инвестиционного проекта. Основная долговая нагрузка эмитента смещается к моменту окупаемости инвестиционного проекта. Схематично подобный механизм финансирования представлен на рисунке:

1 — эмитент разрабатывает инвестиционный проект и согласовывает с инвестиционным банком — финансовым консультантом его основные технико-экономические параметры, а также заключает с ним пакет соответствующих договоров;

2 — эмитент размещает облигационный выпуск;

3, 4 — привлеченные средства направляются на финансирование инвестиционного проекта;

5 — при наступлении периода купонных платежей инвестиционный банк, выступая в качестве платежного агента, выплачивает дер-

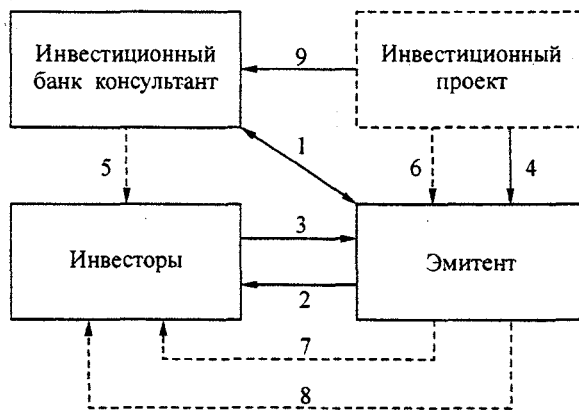


Рис. Механизм финансирования инвестиционного проекта за счет выпуска облигационного займа

Сравнительная характеристика некоторых форм финансирования инвестиционных программ

Критерии сравнения	Формы финансирования инвестиционных программ			
	Банковское кредитование	Выпуск корпоративных облигаций	Выпуск обыкновенных акций	Выпуск привилегированных акций
1	2	3	4	5
Преимущества для заемщика (эмитента)	Более упрощенная процедура получения кредита; возможность получения займа на более гибких условиях; возможность овердрафта; кредитор и заемщик, как правило, знают друг друга	Возможность привлечения более значительных ресурсов на более длительные сроки; возможность привлечения неограниченного круга инвесторов; эмитент приобретает открытую кредитную историю, что расширяет возможности дальнейшего заимствования; возможность отнесения на себестоимость расходов по выплате процентов по займу	Возможность привлечения более значительных ресурсов на неограниченный срок; возможность привлечения неограниченного круга инвесторов; возможность привлечения стратегического партнера; безвозмездный характер финансирования с точки зрения возвратности средств; возможность получения эмиссионного дохода	Возможность привлечения более значительных ресурсов на неограниченный срок; возможность привлечения стратегического партнера без потери контроля над предприятием; безвозмездный характер финансирования с точки зрения возвратности средств; возможность получения эмиссионного дохода
Преимущества для кредитора (инвестора)	Как правило, кредитор хорошо информирован о финансовом состоянии заемщика; возможность получения прибыли в краткосрочном периоде; кредитор, зачастую, диктует условия кредитного договора	Жесткие требования по выпуску облигаций повышают их надежность; возможность получения фиксированного дохода в период обращения облигаций, возможность досрочного «выхода» из проекта, путем продажи ценной бумаги на вторичном рынке	Возможность участия в управлении предприятием; возможность получения дивидендов; возможность «выхода» из проекта путем продажи ценной бумаги на вторичном рынке; права акционера закреплены законодательством	Возможность получения фиксированного дохода в виде дивидендов; возможность продажи акций на вторичном рынке; права акционера закреплены законодательством
Стоимость заимствования (привлечения инвестиций)	Стоимость займа равна сумме уплаченных заемщиком процентов по займу	Эмитент уплачивает проценты по займу и/или сумму дисконта, государственную пошлину в размере 0,2 % от номинальной суммы выпуска за государственную регистрацию выпуска, стоимость услуг андеррайтера (1—4 % от объема размещенного выпуска), расходы на рекламу и раскрытие информации	Эмитент уплачивает государственную пошлину в размере 0,2 % от номинальной суммы выпуска за государственную регистрацию выпуска; стоимость услуг андеррайтера (1—4 % от объема размещенного выпуска), расходы на выплату дивидендов (в случае принятия решения об их выплате), рекламу и раскрытие информации	Эмитент уплачивает государственную пошлину в размере 0,2 % от номинальной суммы выпуска за государственную регистрацию выпуска, стоимость услуг андеррайтера (1—4 % от объема размещенного выпуска), расходы на выплату дивидендов, рекламу и раскрытие информации

1	2	3	4	5
Ограничения для заемщика (эмитента)	Как правило, требуется внесение залога, сроки заимствования, как правило, не более года	Допускается размещение облигаций без обеспечения не ранее третьего года существования общества при условии надлежащего утверждения двух годовых балансов общества и при условии полной оплаты уставного капитала; необходимость нести дополнительные издержки по оплате услуг андеррайтера и раскрытию информации; длительная процедура размещения выпуска	Дополнительный выпуск акций может осуществляться при условии полной оплаты уставного капитала; необходимость нести дополнительные издержки по оплате услуг андеррайтера и раскрытию информации, длительная процедура размещения выпуска; существует вероятность потери контроля над деятельностью общества и снижению долей в уставном капитале существующих акционеров	Дополнительный выпуск акций может осуществляться при условии полной оплаты уставного капитала; необходимость нести дополнительные издержки по оплате услуг андеррайтера и раскрытию информации, длительная процедура размещения выпуска; необходимость регулярно выплачивать дивиденды; номинальная стоимость размещенных привилегированных акций не должна превышать 25 % от уставного капитала общества
Ограничения и риски для кредитора (инвестора)	Необходимость следовать требованиям норматива НБ — размер риска на одного заемщика; ограниченность собственных ресурсов	Инвестор не вправе требовать досрочного погашения облигации, если такая возможность не была предусмотрена в решении о выпуске; также не вправе требовать досрочной выплаты процентов; в случае низкой ликвидности облигаций на вторичном рынке затруднена возможность их продажи	Возможность снижения доли в уставном капитале при дополнительных эмиссиях акций; дивиденды могут не выплачиваться; в случае низкой ликвидности акций на вторичном рынке затруднена возможность их продажи.	Акционеры — владельцы привилегированных акций — не имеют права голоса на собрании акционеров, за исключением вопросов о ликвидации и реорганизации общества; в случае низкой ликвидности акций на вторичном рынке затруднена возможность их продажи; привилегированные акции становятся голосующими, начиная с собрания акционеров, на котором независимо от причин не было принято решение о выплате дивидендов

жателям облигаций купонный доход (выкупает предъявленные к оферте облигации);

6 — денежные средства, генерируемые инвестиционным проектом, поступают на счет эмитента;

7 — эмитент самостоятельно выплачивает купонный доход (выкупает предъявленные к оферте облигации) в оставшийся период обращения облигаций;

8 — эмитент осуществляет погашение облигаций;

9 — часть прибыли от реализации инвестиционного проекта поступает инвестиционному банку в счет погашения кредита.

Важная роль в подобной схеме отводится инвестиционному банку. Его функции сводятся к следующему.

1. Содействие в привлечении финансирования под реализацию инвестиционного проекта:

- участие в совместной работе с эмитентом над разработкой инвестиционного проекта; выработка и согласование основных технико-экономических параметров проекта;

- разработка схемы финансирования инвестиционного проекта.

2. Планирование и организация эмиссии облигаций:

- технико-экономическое обоснование эмиссии на основе комплексного анализа деятельности организации-эмитента;

- совместная с эмитентом разработка эмиссионной программы, включая структурирование выпуска;

- организационное сопровождение эмиссии на всех ее этапах, включая структурирование выпуска;

- организационное сопровождение эмиссии на всех ее этапах, включая подготовку документов для регистрации в Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР).

3. Андеррайтинг облигационного займа:

- «на базе твердых обязательств»;

- «на базе лучших усилий».

4. Обслуживание облигационного займа:

- выполнение функций платежного агента;

- кредитование эмитента посредством выплаты купонного дохода в течение оговоренного периода и выкупа облигаций в

случае акцепта инвесторами оферты к выкупу.

Преимущества данного механизма:

- существенно облегчается процедура организации финансирования инвестиционных проектов в части эмиссии ценных бумаг ввиду квалифицированного содействия со стороны консультанта;

- не требуется создания дополнительного финансового резерва для погашения купонного дохода и выкупа облигаций по оферте в период освоения инвестиций, так как первые расходы по обслуживанию облигационного займа будут совпадать с началом поступления денежных средств от реализации инвестиционного проекта;

- оптимизируется уровень долговой нагрузки, график обслуживания облигационного займа строится с учетом графика реализации инвестиционного проекта;

- инвестиционные банки, в отличие от инвестиционных и консалтинговых компаний, имея большие финансовые возможности, организуют андеррайтинг облигационного займа, что повышает его надежность и снижает вероятность «недоразмещения» выпуска;

- обладая опытом инвестиционного консультирования и имея определенный аналитический потенциал, инвестиционные банки в полной мере способны оценивать риски, связанные с конкретными инвестиционными проектами, что, в определенной степени, позволяет гарантировать успех их реализации, а, следовательно, положительно сказывается на ликвидности размещаемых облигаций;

- привлечение инвестиционных банков в качестве организаторов выпусков и финансовых консультантов существенно облегчает эмитентам техническую часть работы над выпусками, а также их регистрацию в ФСФР в связи с тем, что риски, связанные с отказом в регистрации выпусков, консультант, как правило, несет самостоятельно.

Недостатком подобного механизма является рост дополнительных расходов, связанных с погашением кредита в виде выплаченных банком процентных платежей и выкупленных облигаций по оферте. Однако выкупленные по оферте облигации могут не погашаться, а быть в дальнейшем размеще-

ны на вторичном рынке, что фактически не увеличит расходы по обслуживанию займа.

Организуя комплексное финансирование инвестиционного проекта эмитента посредством эмиссии облигационного займа, инвестиционные банки, как правило, существенно снижают либо вовсе не взимают плату за подготовку и регистрацию в ФСФР соответствующих документов, что отчасти компенсирует расходы эмитента. Дело в том, что инвестиционные банки стремятся к освоению новых источников инвестирования в условиях растущей конкуренции на рынке банковских услуг, к расширению клиентской базы.

По нашему мнению, использование предложенного механизма может существенно изменить роль облигационных займов в источниках финансирования предприятий регионов Российской Федерации, которые, в основном, используют собственные финансовые ресурсы для финансирования как текущей, так и долгосрочной деятельности. Так, например, предприятиями Воронежской области в 2004 г. за счет собственных средств в виде прибыли и амортизации было сформировано 38,8 % всех источников инвестиций в основной капитал. Кредиты банков в финансировании инвестиционной деятельности занимали 12,4 %, государственное финансирование — 18,6 % [3].

С целью экономического стимулирования организаций к привлечению инвестиций с использованием инструментов финансового рынка, прежде всего рынка ценных бумаг, представляется возможным рекомендовать администрациям субъектов РФ и муниципальных образований, а также иным распорядителям бюджетных средств:

— разработать систему государственного стимулирования инвестиционного процесса, обеспечивающую постепенный переход от методов прямого бюджетного финансирования к поддержке механизмов привлечения инвестиций через инструменты рынка ценных бумаг;

— главным критерием при принятии решения о выделении бюджетных средств определить увеличение налоговых платежей организации в бюджеты всех уровней в результате привлечения инвестиций с рынка ценных бумаг;

— одной из возможных форм бюджетной поддержки организаций считать компенсацию части средств, выплачиваемых акционерным обществом по корпоративным облигациям;

— совместно с региональными отделениями ФСФР разработать примерный регламент прохождения и принятия документов при выделении бюджетного финансирования организациям, привлекающим инвестиции путем выпуска ценных бумаг;

— создать региональные серверы раскрытия информации для размещения сведений о результатах финансово-хозяйственной деятельности компаний региона, выпусках ценных бумаг, корпоративных событиях, инвестиционных проектах и бизнес-планах;

— способствовать развитию региональной инфраструктуры фондового рынка, ориентированной на операции индивидуальных инвесторов с ценными бумагами [13].

Выход на рынок корпоративных облигаций для региональной компании возможен при соблюдении ряда условий:

— «прозрачность» финансовой отчетности, характеризующейся удовлетворительной структурой баланса и средним по отрасли уровнем рентабельности;

— наличие конкретной инвестиционной программы;

— аффилированность с определенным инвестиционным институтом;

— построение специального финансового продукта и др.

По нашему мнению, перечисленные направления формирования и пополнения финансовых ресурсов предприятий конкретного региона необходимо консолидировать в рамках региональной программы, реализация которой должна способствовать активизации инвестиционного процесса.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Беленькая, О. В. Фондовый рынок: итоги и прогнозы / О. В. Беленькая / Рынок ценных бумаг. — 2004. — № 1—2 (256—257). — С. 38—42.
2. Гороховская, О. Л. Волна размещений. Захлебнется ли рынок? / О. Л. Гороховская, А. А. Храненко, Е. Г. Чередин, А. М. Купрянов // Рынок ценных бумаг. — 2003. — № 21 (252). — С. 22—26.
3. Информационно-аналитический бюллетень. Январь—декабрь 2004 г. // Главное управление Банка России по Воронежской области. — 2004. — 27 с.

4. Квач, И.А. Развитие компании и биржа / И. А. Квач, Ш. Хёфер // Рынок ценных бумаг. — 2001. — № 18 (201). — С. 40—43.
5. Лугинин, В.В. Что новенького на рынке капитала? / В. В. Лугинин // ЭКО. — 2003. — № 3. — С. 2—11.
6. Маковецкий, М.Ю. Роль рынка ценных бумаг в инвестиционном обеспечении экономического роста / М. Ю. Маковецкий // Финансы и кредит. — 2004. — № 1 (139). — С. 34—49.
7. Миркин, Я.М. Рынок ценных бумаг в России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я. М. Миркин. — М. : Альпина Паблишер, 2002. — 624 с.
8. Никонова, И.А. Финансирование бизнеса / И. А. Никонова. — М. : Альпина Паблишер, 2003. — 197 с.
9. О рынке ценных бумаг: Федер. закон от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (в ред. Федер. законов от 26 ноября 1998 г. № 182-ФЗ, от 8 июля 1999 г. № 139-ФЗ, от 7 августа 2001 г. № 121-ФЗ, от 28 ноября 2002 г. № 185-ФЗ, от 29 июня 2004 г. № 58-ФЗ, от 28 июля 2004 г. № 89-ФЗ). — (<http://www.consultant.ru>).
10. Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов ценных бумаг. Утверждены Постановлением ФКЦБ от 18 июня 2003 г. № 03-30/пс. — (<http://www.consultant.ru>).
11. Ремнев, А.В. О практике использования рынка ценных бумаг при формировании инвестиционных ресурсов предприятий / А. В. Ремнев // Рынок ценных бумаг. — 2002. — № 22 (229). — С. 72—74.
12. Рожков, А.П. Время для долгосрочных инвестиций / А. П. Рожков // Рынок ценных бумаг. — 2004. — № 6 (261). — С. 14—18.
13. Финансовые ресурсы региона: тенденции и перспективы развития / Под ред. Е. Ф. Сысоевой, Ю. И. Трещевского. — Воронеж : Воронежский государственный университет, 2004. — 168 с.