

УДК 330.321

## ОБЛИГАЦИОННЫЕ ЗАЙМЫ КАК ЭЛЕМЕНТ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

© 2009 г.

*А.В. Богатырев, А.А. Касимов*

Нижегородский госуниверситет им. Н.И. Лобачевского

stimulg@yandex.ru

*Поступила в редакцию 29.12.2008*

Рассматривается относительно новый на отечественном кредитном рынке инвестиционный инструмент – облигационные займы. Дана характеристика облигаций и облигационных займов, приведены статистические данные, характеризующие состояние облигационных заимствований в строительной индустрии, оцениваются положительные и отрицательные стороны организации облигационных займов с точки зрения эмитента.

*Ключевые слова:* денежные ресурсы, оборотные средства, облигации, эмитент, финансовые рынки.

При необходимости привлечения значительных денежных ресурсов для финансирования крупных долгосрочных проектов, пополнения оборотных средств, покрытия текущих расходов и т.д. государство, муниципалитеты, банки и другие финансовые институты, а также отдельные компании или их объединения часто прибегают к выпуску (эмиссии) и продаже облигаций. Под облигацией понимается ценная бумага, свидетельствующая о том, что ее держатель предоставил эмитенту этой бумаги заем, обычно на длительный срок. Облигация обеспечивает ее владельцу (инвестору) оговоренный доход. В большинстве случаев он регулярно получает по купонам проценты, а в конце срока – номинал облигации или ее выкупную цену.

С экономической точки зрения владелец облигации является кредитором эмитента облигации. Таким образом, эмиссия облигаций по своей сути является своеобразным конкурентом банковского кредитования.

Облигации (bonds) являются распространенным видом долгосрочных ценных бумаг, приносящих процентный доход (interest-bearing securities). Доход от облигаций обычно ниже, чем от других видов ценных бумаг, в то же время он более надежен и стабилен, чем, например, дивиденды по акциям, так как не зависит от конъюнктурных колебаний и других подобного рода факторов. В связи со сказанным в облигации инвестируют свободные резервы пенсионные фонды, страховые компании, различного рода паевые инвестиционные фонды и т.д. В настоящее время интерес к эмиссии облигаций все больше проявляют отечественные муниципалитеты, финансовые и промышленные корпорации.

В настоящее время выпуск облигаций становится достаточно распространенным инструментом финансирования строительства объектов недвижимости. Участниками такой схемы выступают заказчик, заемщик – эмитент, финансовый агент (организатор) и кредитор [3; 4]. При этом функции кредитора выполняют, в отличие от всех других моделей финансирования недвижимости, те, кто желает приобрести объект недвижимости. В качестве эмитента могут выступать государственные органы, юридические лица, имеющие права на проведение строительства, отведенный в установленном порядке земельный участок под строительство и необходимую проектную документацию. Возможно совмещение функций заказчика и эмитента. В качестве организаторов выпуска и оборота облигационных займов могут выступать инвестиционные банки, назначаемые эмитентом для подготовки и проведения всех операций, связанных с выпуском облигационного жилищного займа, на условиях гарантированного размещения всего объема выпуска. Одной из главных функций организатора обычно является нахождение кредиторов (как юридических, так и физических лиц).

В современных развитых странах процент облигационных займов финансового рынка (в том числе направленных на финансирование недвижимости) составляет, как правило, от 10–15% до 60–65%, что свидетельствует о важной роли облигаций как альтернативного источника финансирования инвестиционных процессов на рынке недвижимости [4].

На первичном рынке недвижимости в обращении находятся займы полутора десятков

строительных компаний на общую сумму более 16 млрд руб. В таблице 1 представлены объемы эмиссии и доходности облигаций крупных строительных компаний. Как видим, стоимость заимствований на этом рынке для крупных петербургских компаний — порядка 12–13%. Для мелких, естественно, выше.

Заимствования на фондовом рынке удобны для девелоперов, и прежде всего тем, что не надо заботиться о залоге (банковский кредит без залога не получить). Но для мелких и средних компаний выпуск облигаций — слишком затратное мероприятие. И деньги для малоизвестного заемщика получаются слишком дорогие.

Чаще всего предприятия в поиске дополнительного финансирования обращаются в банки, и традиционные банковские кредиты являются для них наиболее знакомой и доступной формой финансирования. Выпуск облигаций — это более сложный способ привлечения средств, но он обладает рядом преимуществ относительно кредита или векселей [5].

Выпуск облигаций оказывает огромное влияние на формирование публичной кредитной истории эмитента [3]. Пожалуй, это важнейшее нефинансовое преимущество облигаций перед кредитом. Наличие у предприятия хорошей и длительной кредитной истории дает ему огромную свободу в дальнейшем выборе источников финансирования. В ходе формирования кредитной истории происходит постепенное увеличение возможных сроков заимствования, а также снижение стоимости привлеченных ресурсов.

Поскольку облигации распределяются среди большого числа покупателей, эмитент облигаций не зависит от отдельно взятого кредитора, что упрощает рефинансирование долга в случае

необходимости и уменьшает вероятность потери контроля над предприятием.

Возможность обращения облигаций на вторичном рынке ценных бумаг создает возможности для эмитента в области управления стоимостью заимствования путем операций со своими ценными бумагами на рынке.

Наконец, при выпуске облигаций предприятие обращается к более широкому кругу инвесторов, что позволяет привлечь более дешевые ресурсы, чем при эмиссии векселей или в случае получения банковского кредита.

Из-за сложности процедуры эмиссии облигаций предприятию крайне сложно организовать их выпуск без помощи профессионального участника рынка ценных бумаг. Опытный финансовый консультант оценит реалистичность планов компании по выпуску ценных бумаг, представит полезные рекомендации относительно способов их успешного размещения и подготовит всю необходимую документацию. Кроме этого солидный финансовый консультант обладает широкой сетью деловых контактов и выходов на потенциальных инвесторов.

Также при принятии решения об организации эмиссии облигаций эмитенту необходимо сравнить достоинства и недостатки данного инвестиционного инструмента с аналогами — банковским кредитом и векселем [3; 6].

Почему корпоративные облигации, а не банковский кредит — самый главный вопрос, на который эмитент должен сам себе дать ответ. Здесь нет однозначных толкований, однако ниже будет произведена попытка доказать, что во многих случаях облигации предпочтительнее. Между прочим, на развитых финансовых рынках корпорации оформляют средне- и долго-

Таблица 1

## Строительные облигации на фондовом рынке

Эмитент, номер выпуска	Объем эмиссии, руб.	Дата погашения	Доходность, %
Главмосстрой-Финанс. 1	2 000 000 000	27.05.2007 г.	10.68
Группа компаний ПИК. 5	1 120 000 000	20.05.2008 г.	12.70
Группа ЛСР. 1	1 000 000 000	20.03.2008 г.	11.05
ИНКОМ-Финанс ИНКОМ-Недвижимость	1 250 200 000	28.03.2009 г.	13.61
ИНТЕКО-1	1 200 000 000	15.02.2007 г.	11.25
ИНТЕКО-Инвест. 1	3 000 000 000	29.04.2007 г.	Нет данных
Камская долина-Финанс. 1	100 000 000	15.02.2007 г.	13.04
МираксГрупп. 1	1 000 000 000	19.08.2008 г.	Нет данных
Пересвет-Инвест. 1	200 000 000	02.10.2007 г.	14.34
Северный город. 2	200 000 000	22.02.2007 г.	12.26
СУ- 155 капитал. 1	1 000 000 000	30.03.2007 г.	10.49
ЦУН ЛенСпецСМУ. 1	1 000 000 000	22.04.2010 г.	12.37
ЮСКК. 1	600 000 000	01.07.2008 г.	13.39
Стройресурс. 2	525 498 000	21.06.2007 г.	Нет данных
Стройтрансгаз. 1	3 000 000 000	25.06.2008 г.	8.64

Таблица 2

## Кредитная история эмитента – ОАО «Объединенная металлургическая компания»

Наименование обязательства	Наименование кредитора (заимодавца)	Сумма основного долга, руб.	Срок кредита (займа)/срок погашения
Облигационный заем	Покупатели облигаций	3 000 000 000	3 года Срок погашения 16.06.2008 г.
Договор займа № 20 от 11.06.2008 г.	ОАО «Выксунский металлургический завод»	2 910 000 000	08.12.2008 г.
Договор займа № 08/06/11 от 11.06.2008 г.	ООО «ОМК-Сталь»	240 000 000	08.12.2008 г.

срочные заимствования в виде облигационных займов примерно в 50–80% случаях (по объему привлекаемых средств).

**Зависимость.** Всегда есть контролируемая возможность разместить облигационный заем среди большого числа заемщиков, тем самым снизить зависимость от одного кредитора. В случае банковского кредита всегда существует потенциальная опасность переуступки банком долга компании недружественной структуре. Дефицит крупных кредитных учреждений, способных выделить необходимый кредитный лимит для промышленных предприятий, повышает указанный риск и приводит к зависимости от одной кредитной организации.

**Оформление.** Подготовка эмиссии ценных бумаг занимает, как правило, 2–6 месяцев. Оформление банковского кредита может занимать и более продолжительное время (подготовка ряда документов, оформление залога, подписание документов и согласование параметров кредита).

Облигационные заимствования создают кредитную историю и рейтинг эмитента, тем самым они способствуют благоприятному отношению со стороны потенциальных инвесторов, кредиторов и контрагентов и позволяют компании размещать новые займы на более выгодных условиях. Некоторые российские компании размещают свои первые облигационные выпуски не столько для привлечения средств (объемы эмиссий слишком малы по сравнению с реальными потребностями), сколько для формирования имиджа, кредитной истории.

Облигационный заем позволяет эмитенту управлять объемом долга путем покупки и продажи облигаций на вторичном рынке в соответствии с текущим состоянием платежного баланса, в то время как банку невыгодно досрочное погашение основной суммы долга.

Правильно сконструированный облигационный заем предоставляет компании возможность привлекать средства на срок до пяти лет (более

долгосрочных бумаг в России пока не размещалось). Большинство банковских кредитов дается не более чем на три года.

Корпоративные облигации позволяют расширить потенциальную базу кредиторов и инвесторов. Как следствие, имеется возможность существенного увеличения объемов заимствования. Потенциальный объем заимствования через кредит ограничен финансовыми ресурсами отдельных крупных банков.

Почему корпоративные облигации, а не корпоративные векселя, хотя у последних есть, в краткосрочном аспекте, некоторые преимущества?

Из-за действующего налога на эмиссию облигаций (0.8% от объема займа независимо от результатов размещения) выпуск краткосрочных облигаций невыгоден. Поэтому в настоящее время большинство эмитентов выпускают среднесрочные облигации (1–5 лет), но с оговоркой об оферте, допускающей возможность погашения облигаций через 3–6 месяцев. Вексель представляет для эмитента привлекательность лишь в краткосрочном периоде (долгосрочные векселя имеют, как правило, очень большой дисконт).

Выпуск облигаций занимает от двух месяцев до полугода. Этот период времени охватывает принятие решения о выпуске, выбор андеррайтера, согласование параметров и регистрацию эмиссии, выпуск и размещение. Это дополнительный фактор против краткосрочных облигаций (компании значительно проще привлечь банковский кредит или выпустить вексель, чем планировать финансирование на полгода вперед). Выпуск векселей занимает гораздо меньше время, так как он не требует какой-либо регистрации или нотариального заверения. Поэтому векселя в большинстве своем используются для удовлетворения каких-либо текущих или краткосрочных нужд компании (например, для покрытия кассовых разрывов).

Большинство облигаций в настоящее время индексируются к курсу доллара или доходности ОФЗ, что снижает валютный риск. Вексель выпускается без индексации, а следовательно, подвержен данному риску в полной мере, особенно в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Считается, что наиболее привлекательными для инвесторов являются дисконтные облигации сроком 6–12 месяцев, а также купонные облигации с более дальним сроком погашения и возможностью погасить досрочно (оферта). Доходность таких бумаг превосходит схожие по сроку обращения ГКО и ОФЗ на 2–5%, в зависимости от кредитной истории и рейтинга эмитента. Доходность для эмитента ликвидных векселей выше, чем у корпоративных облигаций, что объясняется отсутствием дополнительных расходов, связанных с выпуском и размещением. Доходность неликвидных векселей может быть как выше, так и ниже доходности по облигациям.

Действующее законодательство разрешает относить процентные платежи и дисконты по облигациям на себестоимость, в то время как проценты и дисконты по векселям выплачиваются из чистой прибыли.

Бездокументарная форма выпуска облигаций практически исключает оба риска. Векселя, как известно, документарны по своей природе. Так что с учетом современных достижений копировальной техники они стали излюбленным объектом для подделок, а при массовом обороте – еще и хищений.

Нет технических сложностей для выпуска облигаций номиналом в сто и тысячу рублей, что определяет их удобное обращение: любой, даже самый мелкий инвестор может купить или продать нужное ему количество бумаг. А вот векселя номиналом менее ста тысяч рублей выпускать технически сложно и затратно.

Эмитент не может надеяться, что его векселя будут иметь прозрачный вторичный рынок (это актуально, например, для контроля концентрации долга в одних руках): вексельный рынок либо телефонный, либо уличный. Хотя устойчивого вторичного рынка облигаций практически ни у одного эмитента нет, при благоприятных обстоятельствах он может быть создан либо усилиями самих эмитентов, либо при участии их аффилированных структур.

Сегодня рынок российских корпоративных облигаций – прежде всего рынок первичного размещения. Это и понятно: банки, выкупающие облигационные займы, в большинстве сво-

ем не заинтересованы в развитии вторичного рынка.

Объемы операций по первичному размещению значительно превосходят объемы вторичных торгов. Это приближает владельца облигации по уровню ликвидности активов к рядовому кредитору.

Несмотря на постепенное движение в сторону развития вторичного рынка, ликвидность облигаций остается достаточно низкой и уступает, в частности, ликвидности вексельного рынка и рынка акций. Это делает облигации малопривлекательным объектом инвестирования для целого ряда институциональных инвесторов.

Развитый вторичный рынок – необходимое условие для успешной реализации новых облигационных займов. Он стимулирует приток многочисленных институциональных инвесторов, располагающих «короткими» и «средними» по срокам пассивами. В свою очередь, неликвидность инструмента «отсекает» круг потенциальных инвесторов, что непременно ведет к уплате эмитентом дополнительной «премии за ликвидность» ценных бумаг, оседающих на длительный срок в портфелях андеррайтеров. Наконец, ликвидный вторичный рынок позволяет привлекать новые ресурсы на более выгодных условиях.

Для того чтобы сформировался ликвидный рынок, в свободном обращении должен находиться значительный объем единиц однородных финансовых инструментов. Для рынка акций это не ниже 30–40 млн долларов, думается, на это необходимо ориентироваться и при выходе на рынок облигаций. Ситуация пока такова, что суммы облигационных эмиссий редко достигают этого уровня [3; 5; 6].

Сами эмитенты, безусловно, заинтересованы в развитии ликвидного вторичного рынка выпускаемых бумаг, но при этом они хотят быть уверены и в их первичном размещении (для экономии затрат). Заниженные доходности по государственным бумагам создают для банков-андеррайтеров стимулы не проводить действительно открытое размещение, а ограничиться размещением среди узкого круга дружественных структур, для того чтобы обеспечить приемлемые для себя уровни доходности вложений. Покупатели таких облигаций, как правило, крупные инвесторы, обладающие в настоящий момент высокой ликвидностью, и соответственно приобретают они бумаги до погашения/оферты.

Поэтому для предприятий представляется важным при выборе конкретного андеррайтера оговаривать дополнительные условия сделки

(качественную сторону), поддерживать ликвидность собственных ценных бумаг, используя услуги маркет-мейкеров.

Ускоренное развитие рынка облигационных займов позволит решить сразу несколько важных задач:

- привлечь дополнительные инвестиции в машиностроение, наиболее полно задействовав свободные денежные средства юридических лиц и сбережения населения;
- повысить инвестиционную привлекательность машиностроительной отрасли, способствуя при этом развитию соответствующего сегмента рынка ценных бумаг;
- обеспечить профессиональным участникам рынка дополнительные возможности для

осуществления профессиональной деятельности за счет появления новых финансовых инструментов.

#### Список литературы

1. Асаул А.Н. Экономика недвижимости. СПб.: Питер, 2008. 624 с.
2. Ежеквартальный отчет эмитента ценных бумаг закрытого акционерного общества «Объединенная металлургическая компания».
3. Никонова И.А. Ценные бумаги для бизнеса: Как повысить стоимость компании с помощью IPO, облигационных займов и инвестиционных операций. М.: Альпина Бизнес Букс, 2006. 350 с.
4. Четыркин Е.М. Облигации: Теория и таблицы доходности. М.: Дело, 2005. 256 с.
5. [www.rusbonds.ru](http://www.rusbonds.ru) (дата обращения 19.01.2009).

## BONDED LOANS AS AN ELEMENT OF ENTERPRISE INVESTMENT ACTIVITIES

*A.V. Bogatyrev, A.A. Kasimov*

Bonded loans as an investment activity, which is quite new on the Russian credit market, are considered. Characteristics of bonds and bonded loans are presented along with statistical data characterizing the state of bonded borrowings in construction industry; positive and negative sides of the bonded loans from the point of view of the issuer are discussed.

*Keywords:* financial resources, current capital, bonds, issuer, financial markets.