

**САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ ОРГАНИЗАЦИЯ
«НАЦИОНАЛЬНАЯ ФОНДОВАЯ АССОЦИАЦИЯ»**

ПРОЕКТ «РАЗВИТИЕ АНДЕРРАЙТИНГА В РОССИИ»

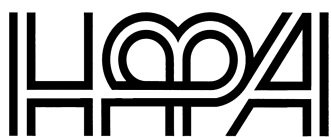
**Я.М. Миркин, С.В. Лосев, Б.Б.Рубцов,
И.В. Добашина, З.А.Воробьева**

**Руководство по организации эмиссии и
обращения корпоративных облигаций**

«Альпина Паблишер»,

Москва - 2004

САМОРЕГУЛИРУЕМАЯ
ОРГАНИЗАЦИЯ



НАЦИОНАЛЬНАЯ
ФОНДОВАЯ
АССОЦИАЦИЯ



СРО «Национальная фондовая ассоциация» выражает благодарность авторам настоящего Руководства, а также организациям-членам НФА – спонсорам Проекта, без которых его осуществление было бы невозможно.

Предисловие

Введение

Глава 1. Корпоративные облигации как инструмент привлечения предприятиями долгового финансирования

1.1. Выпуск корпоративных облигаций: значение рынка, положительные и отрицательные стороны, задачи эмитента *(с включением материалов ВТБ)*

1.1.1 Макроэкономическое значение рынка облигаций

1.1.2 Корпоративные облигации: «за» и «против» для эмитента

1.1.3 Основные цели и задачи выпуска корпоративных облигаций

1.2. Понятие и виды корпоративных облигаций

1.3. Рынок корпоративных облигаций в России: структура, динамика развития, перспективы *(с включением материалов НДЦ)*

1.4. Международная практика выпуска и организации обращения корпоративных облигаций

1.4.1 Иностранные рынки корпоративных облигаций: динамика и соотношение с рынками государственных заимствований

1.4.2 Рынок корпоративных облигаций США

1.4.3 Корпоративные облигации в Японии

1.4.4 Германская практика выпуска и обращения корпоративных облигаций

1.4.5 Корпоративные облигации в Великобритании

1.4.6 Рынки высокорискованных корпоративных облигаций: опыт организации и его значение для российской практики *(с включением материалов РОСБАНКА)*

Глава 2. Регулятивные условия выпуска корпоративных облигаций

2.1. Регулятивные требования к эмитентам

2.2. Регулятивные требования к инвесторам в корпоративные облигации

2.3. Налогообложение эмитентов и инвесторов, связанное с выпуском и обращением облигаций

2.3.1 Налогообложение эмитента

2.3.2 Налогообложение инвестора

Глава 3. Технология подготовки, регистрации и размещения облигационного займа

3.1. Технологическая схема облигационного займа

3.2. Основные этапы работ по облигационному займу

- 3.3.1 Предварительная оценка и фондовая инвентаризация эмитента
- 3.3.2 Подготовка облигационного займа и принятие решения эмитентом
- 3.3.3 Регистрация облигационного займа и раскрытие информации
- 3.3.4 Работа с потенциальными инвесторами
- 3.3.5 Размещение облигационного займа

Глава 4. Создание информационной базы и разработка инвестиционного проекта для подготовки облигационного займа

- 4.1. Запрашиваемые данные для предварительной оценки эмитента и его фондовой инвентаризации
- 4.2. Формирование информационной базы для разработки инвестиционного проекта, лежащего в основе облигационного займа
- 4.3. Разработка инвестиционного проекта для облигационного займа
 - 4.3.1 Паспорт предприятия. Описание предприятия и отрасли
 - 4.3.2 Финансово-экономический анализ деятельности предприятия
 - 4.3.3 Производственный план
 - 4.3.4 Анализ рынка и план маркетинга
 - 4.3.5 Организационный план
 - 4.3.6 Финансовый план
 - 4.3.7 Риски проекта
 - 4.3.8 Формирование резюме
- 4.4. Информационная база для подготовки пакета документов, необходимых для регистрации облигационного займа
- 4.5. Инвестиционный меморандум о выпуске облигаций

Глава 5. Оценка стоимости и методы расчета доходности корпоративных облигаций

- 5.1. Оценка теоретической стоимости облигаций
- 5.2. Расчет показателей текущей доходности и полной доходности облигаций
- 5.3. Оценка облигаций в случае m – кратного начисления процентов в год
- 5.4. Расчет показателя доходности облигаций с нулевым купоном
- 5.5. Облигации с фондом погашения

Глава 6. Финансовый инжиниринг облигаций и разработка Концепции облигационного займа

- 6.1. Конструирование корпоративных облигаций *(с включением материалов ВТБ, ВБРР, Банка «СОЮЗ»)*
 - 6.1.1 Основы финансового инжиниринга корпоративных облигаций

- 6.1.2 Схема конструирования корпоративных облигаций и Концепция облигационного займа. Связь с проспектом ценных бумаг и отчетом об итогах выпуска
 - 6.1.3 Выбор эмитента и потенциальных инвесторов для облигационного займа
 - 6.1.4 Номинал облигаций и объем облигационного займа
 - 6.1.5 Время как параметр облигации
 - 6.1.6 Обеспечение займа как инструмент снижения кредитного риска
 - 6.1.7 Ценовые стратегии при конструировании облигаций, цена и доходность займа
 - 6.1.8 Учет требований ликвидности и поддержания вторичного рынка при конструировании облигационного займа
- 6.2. Конструирование облигаций: связь с рынком субфедеральных и муниципальных облигационных займов *(с включением материалов РОСБАНКА и ИК АВК)*

Глава 7. Взаимодействие эмитента с профессиональными участниками рынка ценных бумаг *(с включением материалов ВТБ, Телекомбанка, Банка «СОЮЗ», НДЦ)*

- 7.1. Андеррайтеры и организаторы выпуска
 - 7.1.1 Инвестиционный банк как посредник между эмитентом и рынком
 - 7.1.2 Классификация услуг инвестиционных банков, связанных с размещением корпоративных облигаций
 - 7.1.3 Услуги по организации выпуска ценных бумаг. Организатор и со-организатор выпуска
 - 7.1.4 Услуги по андеррайтингу выпуска облигаций. Андеррайтер. Формы андеррайтинга
- 7.2. Технология первичного размещения корпоративных облигаций
 - 7.2.1 Эмиссионный синдикат: понятие, статус и функции членов
 - 7.2.2 Международный опыт: структура эмиссионных синдикатов и ценообразование в них
 - 7.2.3 Варианты организации эмиссионных синдикатов в российской практике
 - 7.2.4 Андеррайтинговый и синдикационный договора
 - 7.2.5 Роль организатора / ведущего андеррайтера на различных этапах размещения и обращения корпоративных облигаций
- 7.3. Взаимодействие с фондовой биржей и инфраструктурой рынка ценных бумаг в процессе первичного размещения облигаций

Глава 8. Инструменты анализа облигаций *(с включением материалов ГУТА-БАНКА)*

- 8.1. Облигационные индексы
 - 8.1.1 Методы расчета облигационных индексов

- 8.1.2 Международная практика расчета индексов по корпоративным облигациям
- 8.1.3 Российские облигационные индексы (корпоративные облигации)
- 8.2. Оценка кредитного риска облигаций в кредитном рейтинге
 - 8.2.1 Рейтинговые агентства
 - 8.2.2 Организация и технология рейтинга корпоративных облигаций
- 8.3. Системы оценки кредитного риска, разрабатываемые профессиональными посредниками (банками, брокерскими компаниями)
- 8.4. Оценка процентного риска облигаций

Библиография

Книги

Статьи из периодических изданий

Приложения:

- Приложение 1 Корпоративные облигации, находящиеся в обращении (на 31 марта 2004 г.)
- Приложение 2 Бизнес-план инвестиционного проекта (пример)
- Приложение 3 Расчеты теоретической стоимости облигаций
- Приложение 4 Публичная безотзывная оферта по облигационному займу
- Приложение 5 Проспект ценных бумаг
- Приложение 6 Отчет об итогах выпуска

Информация об андеррайтерах-участниках Проекта.

ОАО «Банк Внешней торговли»

ОАО «Всероссийский Банк Развития регионов»

ОАО АКБ «РОСБАНК»

Банк «СОЮЗ»

ЗАО КБ «ГУТА-БАНК»

ЗАО «Северо-Западный Телекомбанк»

ЗАО ИК «АВК»

ИК «Еврофинансы»

Национальный Депозитарный Центр

Предисловие

В рамках проекта «Развитие андеррайтинга на российском рынке ценных бумаг» саморегулируемая организация «Национальная фондовая ассоциация» представляет впервые издаваемое Руководство по организации эмиссии и обращения корпоративных облигаций, подготовленное коллективом специалистов кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ в сотрудничестве с крупнейшими банками и инвестиционными компаниями – членами СРО НФА, являющимися крупнейшими организаторами отечественного рынка облигаций.

Проект осуществляется под патронажем Попечительского Совета, в состав которого входят Златкис Б.И. (Министерство финансов РФ), Вьюгин О.В. (ФСФР), Колесников Г.И. (ФКЦБ России), Корищенко К.Н. (Банк России), Аксаков А.Г. (Государственная Дума РФ), Тарачев В.А. (Государственная Дума РФ), Акинъшин А.И. (ОАО «Внешторгбанк»), Алтунин А.А. (Сбербанк РФ), Потемкин А.И. (ММВБ), Мальшиева И.В. (Группа АВК), Алиев Г.Р. (ОАО АКБ «Росбанк»), Сапрыкин К.В. (АКБ «Союз»), Осипенко Т.В. (ВБРР), Иванов С.В. (ЗАО «Телекомбанк»), Гомин А.Е. (ЗАО КБ «ГУТА-БАНК»), Волков К. А. (СРО НФА), Филаретов А.Ю. (СПВБ), Гуревич М.И. (Эллис-банк, Н.Новгород), Новиков Ю.И. (ЗАО «Возрождение»).

На основе российской и международной практики в Руководстве дается детальная характеристика корпоративных облигаций как инструмента привлечения предприятиями долгового финансирования и регулятивных условий их выпуска. Раскрываются технологическая схема подготовки, регистрации и размещения облигационного займа, структура и порядок формирования информационной базы для выпуска облигаций, методика разработки инвестиционных проектов, обеспечивающих целевое использование и источники погашения для облигационных займов, методы расчета доходностей и оценки облигаций. На этой основе детально описан процесс конструирования корпоративных облигаций как инструмента финансового инжиниринга. Изложен порядок взаимодействия с финансовым консультантом, брокером, депозитарием, платежным агентом, фондовой биржей, федеральными органами в процессе первичного размещения облигаций и при организации их вторичного обращения в торговых системах. Представлен аналитический и справочный инструментарий, необходимый для профессиональной деятельности в облигационных проектах.

В Руководстве использованы «Стандарты деятельности по андеррайтингу и предоставлению других услуг, связанных с размещением эмиссионных ценных бумаг» СРО НФА, а также материалы по практической деятельности в сфере андеррайтинга участников проекта: Внешторгбанк, Всероссийский Банк Развития Регионов, Гута-банк, Банк «Союз», (бывший «Ингосстрах-Союз»), Росбанк, Северо-ападный Телекомбанк, ИК АВК, Еврофинансы, Национальный депозитарный центр.

Руководство предназначено для специалистов-практиков предприятий, банков и инвестиционных и финансовых компаний и фондов, работающих в сфере ценных бумаг, организации эмиссий и корпоративного финансирования, для представителей профессиональных участников финансового рынка, эмитентов ценных бумаг, государственных органов законодательной и исполнительной власти, экспертов, а

также преподавателей, слушателей магистратуры, программ МВА и аспирантов высших учебных заведений, осуществляющих образовательные и научные программы в области ценных бумаг и фондового рынка.

Поскольку Руководство имеет пилотный характер, поэтому естественны и неизбежны недостатки и несовершенства. Авторы будут признательны за замечания и предложения к тексту.

Настоящее Руководство предполагается широко обсудить в профессиональной среде в рамках указанного выше проекта. По результатам обсуждения планируется выпуск второго издания, доработанного и дополненного с учётом проведённого обсуждения.

Замечания по тексту Руководства, а также предложения по участию в проекте можно направлять по адресу: 101000, Москва, ул. Мясницкая, д. 24/7, стр.1, этаж 3, оф. 101; тел. /факс (095) 980-98-74, 705-96-82/84 Э/почта: info@nfa.ru, страница НФА в INTERNET: www.nfa.ru.

Президент СРО «Национальная фондовая ассоциация»
К.А. Волков

Исполнительный вице-президент СРО «Национальная
фондовая ассоциация»
Е.М. Воропаева

Введение

В 90-е годы наиболее распространенной формой привлечения финансовых ресурсов промышленными предприятиями являлись банковское кредитование, управление кредиторской задолженностью и операции с векселями.

С 1999 г. - с момента нового старта развития финансового рынка России – все большее распространение находит выпуск корпоративных облигаций как способ получения крупных сумм финансирования на длинные сроки, дающий возможность, обращаясь ко всему рынку, преодолеть те ограничения, которые связаны с индивидуальными кредитными сделками и предельными возможностями отдельно взятых коммерческих банков.

Четыре года развития рынка корпоративных облигаций создали обычаи делового оборота, дали возможность отработать стартовый пакет технологий, организационных и экономических решений, позволивших этому рынку постоянно наращивать свои обороты, а инвесторам и эмитентам удовлетворять свои потребности в доходности, ликвидности и риске.

Настоящее Руководство – первое отечественное издание, в котором обобщается опыт российского рынка корпоративных облигаций; создается справочная основа для тех, кто впервые выходит на этот рынок; представляется лучшая практика, отобранная специалистами, давно присутствующими на рынке облигаций и ежедневно, своими операциями формирующими новые финансовые инструменты и технологии.

В дальнейшие расширенные издания Руководства предполагается включить методики по выпуску ипотечных ценных бумаг, жилищных сертификатов и иных специальных финансовых инструментов, связанных с финансированием проектов в сфере недвижимости.

Руководство подготовлено по инициативе и с помощью СРО «Национальная фондовая ассоциация», кафедры ценных бумаг и финансового инжиниринга Финансовой академии при Правительстве РФ. Приносим особую благодарность Ректору ФА при Правительстве РФ А.Г. Грязновой, руководителям СРО НФА К.А.Волкову и Е.М.Воропаевой, которым проект издания руководства по корпоративным облигациям обязан своим существованием и результатом.

Важнейший вклад в подготовку Руководства внесен Председателем Регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе Ю.С.Сизовым, по чьей инициативе были разработаны «Методические рекомендации по подготовке облигационных займов средними промышленными предприятиями для привлечения финансирования в инвестиционные проекты» (2002 г.), давшие импульс процессу подготовки настоящего Руководства.

В Руководстве объединен опыт финансовых институтов – операторов на рынке корпоративных облигаций, работающих на этом рынке с 1999 – 2000 гг. Участниками проекта, представившими ценные обобщения своего опыта разработки и продвижения на рынок корпоративных облигационных займов (эти материалы были включены в книгу), являются банки и инвестиционные компании- члены СРО НФА.

Авторский коллектив издания надеется на дальнейшее успешное развитие облигационного бизнеса в России, в том числе, финансовых институтов – участников проекта, принимая во внимание высокий профессиональный уровень их эмиссионных подразделений.

Руководство подготовлено авторским коллективом (под руководством заведующего кафедрой ценных бумаг Финансовой академии при Правительстве РФ, проф., д.э.н. Я. М. Миркина и кандидата экономических наук С. В. Лосева) в составе: д.э.н. Я.М.Миркин, к.э.н. С.В.Лосев, д.э.н. Б.Б.Рубцов, к.э.н. И.В.Добашина, З.А.Воробьева, к.э.н. М.В.Ефимов, Е.М.Харитоновна, М.В.Шапедько, А.Л.Жандарова.

Авторство по разделам:

Глава 1, п. 1.1 – д.э.н. Миркин Я.М., к.э.н. Лосев С.В., З.А.Воробьева, с включением материалов ОАО «Внешторгбанк».

Глава 1, п. 1.2 – д.э.н. Миркин Я.М., к.э.н. Лосев С.В., А.Л.Жандарова.

Глава 1, п. 1.3 – Воробьева З.А., с включением материалов Национального депозитарного центра.

Глава 1, п. 1.4.1 – 1.4.5 – д.э.н. Рубцов Б.Б.

Глава 1, п. 1.4.6 – материалы АКБ «Росбанк».

Глава 2, п.п. 2.1 – 2.2 - д.э.н. Миркин Я.М.

Глава 2, п. 2.3 – Е.М.Харитоновна, д.э.н. Миркин Я.М.

Глава 3 - к.э.н. Лосев С.В., д.э.н. Миркин Я.М., М.В.Шапедько, А.Л.Жандарова.

Глава 4 - к.э.н. Лосев С.В., д.э.н. Миркин Я.М., М.В.Шапедько.

Глава 5 - к.э.н. Добашина И.В.

Глава 6, п. 6.1 – д.э.н. Миркин Я.М., Воробьева З.А., Лосев С.В., с включением материалов ОАО «Внешторгбанк», Всероссийского Банка Развития Регионов, ОАО АКБ «Союз» (бывший «Ингосстрах-Союз»).

Глава 6, п. 6.2 – материалы АКБ «Росбанк», инвестиционной компании «АВК»

Глава 7 - д.э.н. Миркин Я.М., с включением материалов ОАО «Внешторгбанк», ЗАО «Северо-Западный Телекомбанк», ОАО АКБ «Союз», Национального депозитарного центра.

Глава 8, п.8.1 – к.э.н. Добашина И.В.

Глава 8, п.8.2 – д.э.н. Миркин Я.М.

Глава 8, п.8.3 – материалы ЗАО КБ «Гута-банк» (Васильченко А.И., Дикушин В.М., Свиридов С.В., Игнатов А.В.).

Глава 8, п.8.4 – к.э.н. Добашина И.В.

Сокращения, используемые в Руководстве

Гражданский кодекс РФ, ГК РФ	Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая, вторая и третья) (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «Об акционерных обществах»	Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. N 208-ФЗ «Об акционерных обществах» (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью»	Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. N 14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «О рынке ценных бумаг»	Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «Об ипотеке»	Федеральный закон от 16 июля 1998 г. N 102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «О налоге на операции с ценными бумагами»	Закон РФ «О налоге на операции с ценными бумагами» от 12 декабря 1991 г. № 2023-1 (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «Об организации страхового дела в Российской Федерации»	Закон РФ от 27 ноября 1992 г. № 4015-1 «Об организации страхового дела в Российской Федерации» (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «О банках и банковской деятельности»	Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 2 декабря 1990 г. № 395 – 1 (с последующими изменениями и дополнениями)
Закон «О негосударственных пенсионных фондах»	Федеральный закон от 7 мая 1998 г. N 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах»
Закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»	Федеральный закон от 24 июля 2002 г. № 111 – ФЗ «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»
Закон «Об инвестиционных фондах»	Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ
Стандарты эмиссии ценных	Стандарты эмиссии ценных бумаг и регистрации проспектов

бумаг	ценных бумаг, утвержденные постановлением ФКЦБ России от 18 июня 2003 г. № 03-30/пс
Положение о раскрытии информации	Положение о порядке раскрытия информации о существенных фактах (событиях и действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента эмиссионных ценных бумаг, утвержденное Постановлением ФКЦБ России от 12 августа 1998 г. № 32
Положение о раскрытии информации при эмиссии	Постановление ФКЦБ России от 2 июля 2003 г. № 03-32/пс «О раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»

Глава 1. Корпоративные облигации как инструмент привлечения предприятиями долгового финансирования

1.1. Выпуск корпоративных облигаций: значение рынка, положительные и отрицательные стороны, цели эмитента

1.1.1. Макроэкономическое значение рынка облигаций

Ключевые проблемы России – *модернизация, инвестиции, индустриальный рост*. Поэтому развитие рынка облигаций предприятий – как источника средне- и долгосрочных денежных ресурсов для инвестиций в реальный сектор – имеет макроэкономическое значение, создавая финансовые условия для обновления производственного потенциала наиболее успешных российских компаний.

С 1999 г. – через корпоративные облигации – рынок ценных бумаг России возвращается к выполнению своей *основной функции* – к *трансформации* сбережений и временно свободных денежных средств в активы, вложенные в производство, к *перераспределению* этих ресурсов в реальный сектор на цели инвестиций.

Вместо обслуживания быстро растущих финансовых запросов государства, спекулятивного бума вокруг нескольких акций и манипулирования вокруг них, как это было в 90-е годы, *рынок ценных бумаг* переориентируется на *преодоление* инвестиционного кризиса в России, на *аккумуляцию* свободных денежных ресурсов для направления их на цели модернизации экономики.

Как следствие, в 1999 – 2003 гг. наблюдается постоянный рост объемов привлечения инвестиций путем выпуска корпоративных облигаций. За период с декабря 1999 г. по декабрь 2003 г. совокупная номинальная стоимость корпоративных облигаций, находящихся в обращении, увеличилась с 12,9 млрд. рублей до 148,2 млрд. рублей.¹ Эмитентами облигаций являются не только крупнейшие российские компании, но и средние предприятия. Объемы заимствований варьируются от 2 – 10 млн. до нескольких миллиардов рублей.

«Предприятия, компании, банки, администрации регионов оценили преимущества привлечения средств путем размещения долговых инструментов на открытом рынке и начали активную работу в этом направлении. Рост количества эмитентов, увеличение объемов выпусков, повышение ликвидности рынка, профессиональный рост его участников – показатели, отражающие главные тенденции российского рынка долгового капитала последних лет. Очевидно, что общепринятый в мировой практике процесс замещения банковских кредитов выпуском долговых обязательств продолжится на российском рынке и в дальнейшем. В 2003 г. размещено облигаций не менее, чем на 70 миллиардов рублей. Это значительно больше объема размещений, прошедших в 2002 году».²

¹ Совокупная номинальная стоимость облигаций, находящихся в обращении, рассчитана на основе данных ФКЦБ России, интернет-представительства Московской межбанковской валютной биржи (www.micex.ru), сайта www.cbonds.ru (расчеты З.А.Воробьевой)

² Материалы Внешторгбанка, направленные для включения в настоящую книгу. Здесь и далее в тексте особо выделяются тексты, официально предоставленные российскими финансовыми институтами – участниками проекта для включения их в состав настоящей книги

В итоге, внутренний рынок корпоративных облигаций стал *макроэкономической реальностью*, из нескольких экзотических эмиссий облигаций превратился в *реально действующий механизм* привлечения заемных денежных средств, являющийся – для успешно работающих предприятий – доступным и альтернативным банковскому и вексельному кредитованию, наращиванию кредиторской задолженности.

1.1.2. Корпоративные облигации: «за» и «против» для эмитента

Эмиссия корпоративных облигаций имеет следующие *положительные* и *отрицательные стороны для предприятий*, привлекающих долговые денежные ресурсы:

Положительные стороны:

- Получение значительных денежных ресурсов с временным горизонтом свыше одного года. Это создает возможности для осуществления капиталоемких инвестиций эмитента в расширение производства, в увеличение его операционной способности в сфере оптовой и розничной торговли, в развитие экспортного потенциала и т.п.
- Диверсификация источников финансирования по поставщикам, инструментам, срокам, условиям начисления процента, рискам и т.п. Получение расширенных возможностей управлять портфелем долгов (в т.ч. на организованном рынке) с целью повышения ликвидности долгов и минимизации издержек на привлечение заемных средств;
- Облигационный заем – альтернатива банковскому кредиту. Эмитента финансирует весь рынок. Выпуск облигаций снижает зависимость эмитента от конкретных банков. Меньшей становится зависимость от индивидуального кредитора, его мнения об эмитенте (часто необъективного и не основанного на всей необходимой информации) и меньшей – концентрация рисков на одном кредиторе. Весомый аргумент в переговорах с банками, на обслуживании которых находится эмитент. Возникновение альтернативного источника привлечения средств и возможности обойтись без кредита может обеспечить более привлекательные условия банковского кредитования;
- Возникновение кредитной истории заемщика на публичном финансовом рынке. Более полное раскрытие информации о рисках предприятия. Лучшее понимание кредиторами эмитента и его рисков. Лучшая узнаваемость компании и, соответственно, расширение доступа к заемному капиталу, рост операционной способности предприятия привлекать денежные ресурсы на иных, чем облигационный, сегментах финансового рынка, меньшие издержки на получение доступа к заемным денежным ресурсам;
- Более низкие процентные издержки (особенно в серии облигационных займов, при ликвидном рынке облигаций эмитента). При прочих равных, ликвидность облигаций, способность эмитента посредством их выпуска обращаться за заимствованиями не к нескольким банкам – кредиторам, а ко всему рынку, связаны с меньшими кредитными рисками и, как следствие, с более низкими процентными издержками на привлечение заемных денежных ресурсов;

- Получение биржевой истории и биржевой репутации. В дальнейшем – более высокая капитализация акций и депозитарных расписок, способность эмитента предоставить инвесторам – в зависимости от их инвестиционных целей – вместо разовых финансовых продуктов свою законченную продуктовую линию (от долговых инструментов – облигаций и коммерческих бумаг в вексельной форме – к обыкновенным и привилегированным акциям, депозитарным распискам и, далее, к производным инструментам, базисом которых являются первичные ценные бумаги эмитента)
- Более широкие возможности финансового конструирования, переход эмитента к проектированию серий финансовых продуктов с условиями, изменяющимися в зависимости от состояния рынка, и продуктовых линий. В частности, использование серий облигационных займов для увеличения сроков привлечения средств путем рефинансирования платежей по одним займам выпуском новых займов;³
- Публичное раскрытие информации и обращение на российском рынке ценных бумаг создает для предприятия национальный канал маркетинга компании и ее торговых марок;
- Повышение инвестиционной привлекательности предприятия – эмитента в связи с возникновением внешнего мониторинга, осуществляемого со стороны рынка. Инвесторы как лица, заинтересованные в возвратности вложенных средств, будут стремиться реагировать – в пределах собственных возможностей – на результаты деятельности предприятия – эмитента. Повышение рисков – в ощущениях инвесторов – будет неизбежно сопровождаться продажами облигаций предприятия, ростом процентных издержек, сокращением сроков заимствований, ухудшением ликвидности финансовых продуктов, выпускаемых эмитентом. Соответственно, возникает «контроль» рынка за действиями менеджмента, побуждающий его к более взвешенным решениям, направленным на поддержание позитивного мнения рынка об экономике и финансах предприятия.

**Отрицательные стороны выпуска облигационных займов
для предприятия – эмитента:**

- Необходимость публичного раскрытия информации об эмитенте, что, с одной стороны, делает предприятие информационно более открытым (в т.ч. и для конкурентов), снижает его риски, а с другой – требует дополнительных затрат, связанных с раскрытием информации;
- Облигационные займы несут более высокие регулятивные издержки в сравнении с другими долговыми финансовыми инструментами (государственная регистрация выпусков, более тяжелая налоговая нагрузка, обязательное раскрытие информации). В частности, по выпускам облигационных займов – в отличие от вексельных программ и банковских кредитов – необходимо платить налог на операции с ценными бумагами;

³Такие программы финансирования, например, используют компании ЗАО Акционерная компания «АЛРОСА», ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ООО «Финансовая компания «Рабо-Инвест» и др.

- Затраты эмитента складываются не только из процентов по займу, но и из дополнительных издержек, связанных с подготовкой, размещением и обслуживанием займа, финансовым посредничеством;
- Размещение первого облигационного займа обычно связано с более высокими процентными издержками и расходами на финансовое посредничество в сравнении с уровнем, обусловленным величиной рисков, лежащих на эмитенте (плата за «вход на рынок» эмитента, который является относительно неизвестным, чьи финансовые инструменты не имеют биржевой истории);
- Более длительный срок на подготовку привлечения заемных средств – в сравнении с индивидуальными кредитными сделками (что, в частности, связано с прохождением процедур государственной регистрации выпусков облигационных займов, раскрытия информации по ним, предварительной работы с потенциальными инвесторами, подготовки первичного размещения на организованном рынке);
- В настоящее время российский рынок корпоративных облигаций ориентирован на инструменты со сроком обращения не более 1-3 лет (хотя постепенно происходит увеличение сроков обращающихся облигационных займов);

Как формулируют преимущества облигационных займов банки и инвестиционные компании – операторы рынка корпоративных долгов? Например, в материалах *Внешторгбанка* отмечается, что преимуществами долгового финансирования являются:⁴

- **«Формирование публичной кредитной истории»**

По мере того, как инвесторы видят, что заемщик выполняет свои обязательства своевременно и в полном объеме, повышается их степень доверия к компании, готовность кредитовать ее, в том числе путем покупки ее долговых обязательств.

- **Снижение стоимости заимствования**

Отсутствие банковской маржи делает долговое финансирование более дешевым по сравнению с кредитованием. Кроме того, ставки заимствования снижаются по мере формирования кредитной истории заемщика.

- **Возможность управления собственным долгом**

Долговые обязательства могут быть структурированы таким образом, чтобы полностью учесть интересы и потребности компании-заемщика. Проведение операций с собственными долговыми бумагами позволяет гибко управлять задолженностью.

- **Диверсификация источников средств**

Привлекая средства на открытом рынке, заемщик фактически получает кредит от большого количества инвесторов, покупающих его ценные бумаги. Риск резкого изменения условий кредитования, навязанных кредитором, сводится к нулю.

- **Возможность увеличения объемов заимствования**

Емкость долгового рынка существенно выше возможностей банков по кредитованию в силу большего количества кредиторов – покупателей бумаг. А

⁴ Материалы, представленные ОАО «Внешторгбанк» для подготовки книги

качественный и количественный рост рынка в целом позволяет значительно увеличивать объемы привлечения.

- **Улучшение имиджа заемщика**

Инвесторы готовы покупать долговые обязательства только тех компаний, которые прозрачны в достаточной степени, чтобы можно было судить об их устойчивости. Открытость компании, безусловно, положительно влияет на ее имидж.

- **Отсутствие необходимости предоставления залога.**

В случае привлечения финансирования путем выпуска долговых обязательств не возникает необходимости (как в случае банковского кредитования) предоставления приемлемого для банка, ликвидного обеспечения.

- **Значительно более широкий круг кредиторов**

Помимо банков на рынке работают и другие организации, способные инвестировать значительные средства в долговые обязательства заемщика. Это страховые компании, пенсионные фонды, финансовые, брокерские, инвестиционные компании и т.д.»

Сравнительный анализ корпоративных облигаций и банковских ссуд

По состоянию на конец 2003 г. сравнение основных параметров облигаций и кредитов коммерческих банков дает следующие результаты:

- Приблизительно равная стоимость заимствования: по рублевым кредитам коммерческих банков – процентные ставки находятся на уровне 12 – 17% годовых,⁵ тогда как по корпоративным облигациям в пределах 10 – 16%;
- Существенное превышение сроков обращения корпоративных облигаций над сроками предоставления кредитов: если 20% (от общего объема) кредитов выдается на срок от 1 года до 3-х лет и только 5% на срок более 3-х лет⁶, то в 2003 г. 75% средств привлечено при помощи выпуска корпоративных облигаций на срок от 2-3 года и 25% - на срок более 3-х лет;⁷
- Средний объем выпуска облигаций существенно превышает средний объем банковского кредита⁸.

В итоге, даже с учетом регулятивных и временных издержек, с которыми связан выпуск облигационных займов, они в перспективе, в серии, при неоднократном замещении одних выпусков облигаций другими, оказываются выгоднее эмитенту с позиций доходности, сроков и объемов привлечения денежных ресурсов в его оборот.

1.1.3. Основные цели и задачи выпуска корпоративных облигаций

⁵ В соответствии с данными Бюллетеня банковской статистики № 11 (126), опубликованном на сайте Банка России в Интернет www.cbr.ru

⁶ Там же.

⁷ Рассчитано на основании параметров выпусков корпоративных облигаций, размещенных в 2003 г. Объем средств, привлеченных на срок менее 1 года – 0,02%

⁸ Воробьева З. Рынок корпоративных облигаций России 1999 – 2002 гг.// Банковское дело в Москве – 2002 - № 6 - С.28

Основными **целями** выпуска корпоративных облигаций для эмитента являются:

- привлечение инвестиций;
- реструктурирование бизнеса;
- прочие цели.

В соответствии с этими целями эмитентом решаются следующие **задачи**:

Привлечение инвестиций

Выпуск облигаций для привлечения инвестиций может служить решению следующих задач:

а) покрытие краткосрочного дефицита денежных ресурсов, необходимых для финансирования оборотных средств с целью:

- более полной загрузки имеющихся мощностей;
- восстановления оборотных средств (для покрытия недостатка оборотных средств), доведения их до минимально необходимой величины;
- ликвидации диспропорций в балансе основных и оборотных активов, возникших в результате рыночного изменения структуры источников оборотных средств (снижение доли банковского кредита, увеличение доли финансирования за счет выпуска облигаций, секьюритизация дебиторско-кредиторской задолженности).

б) покрытие средне- и долгосрочного дефицита денежных ресурсов, необходимых для финансирования капитальных вложений (проектное финансирование), включая проекты дочерних компаний:

-Развитие традиционной деятельности и социальные проекты, в т.ч.:

- ввод или приобретение новых мощностей;
- реконструкция, модернизация, ремонт мощностей, в т.ч. на поддержание уровня производства основной продукции. Обновление и реконструкция обеспечивающих подразделений (энергетическое хозяйство, транспорт, строительство, ремонт, сельское хозяйство, социальная сфера);
- реализация социальных проектов, в т. ч. жилищное строительство, социальная инфраструктура, экологические проекты.

-Инновационные проекты, диверсификация деятельности:

- создание новых предприятий, дочерних компаний или структурных подразделений по производству продукции, не являющейся основной (осуществление инвестиционных проектов, создание новых рабочих мест, частичное или полное репрофилирование имеющихся мощностей);

-создание инфраструктуры для дистрибуции выпускаемых товаров или услуг;

-приобретение земли и недвижимости:

-сторонняя деятельность (сдача имущества в аренду, производственное или коммерческое использование земельных участков и производственных площадей, прав на разработку недр, операции с недвижимостью, торгово-сбытовая деятельность по основной и сторонней продукции);

-создание финансовой инфраструктуры крупного бизнеса (дочерние финансовые институты, развитие финансовых операций с целью диверсификации доходов, мобилизации денежных ресурсов на нужды предприятия, «закачивание» в него денег).

Реструктурирование бизнеса

Выпуск облигаций, связанный с финансированием реструктурирования бизнеса, может служить решению следующих задач:

-изменение структуры собственности; инвестиционная деятельность как инструмент конкуренции (поглощение компаний-конкурентов, превращение их в зависимые или дочерние общества и т.п.);

-закрытие неперспективных компаний и их подразделений, исключение из эксплуатации неблагоприятных, с точки зрения экономической эффективности отработок запасов ресурсов (минеральных, топливных, лесных и т.д.);

-финансовое реструктурирование (формирование ликвидного залога в форме ценных бумаг, секьюритизация плохих активов (превращение в ценные бумаги и обеспечение на этой основе ликвидности), покрытие убытков, обмен активов, реструктурирование долгов, привлечение денежных ресурсов для финансового оздоровления и т.п.)

Прочие цели

В прочие цели выхода предприятия на рынок корпоративных облигаций могут входить:

а) маркетинг предприятия;

б) создание биржевой и публичной кредитной истории для получения более льготных условий финансирования на иностранных рынках и внутри страны;

в) финансовый инжиниринг.

В частности, **задачи маркетинга**, решаемые через выпуск корпоративных облигаций, могут быть уточнены следующим образом:

-привлечение внимания к имени предприятия;

- бесплатный маркетинг его продукции;
- позиционирование не только на продуктовом, но и на финансовом рынке (многократное упоминание имени предприятия в финансовой и обычной прессе в связи с изменениями конъюнктуры его облигаций);
- включение предприятия в биржевые индексы;
- публичная оценка предприятия финансовыми аналитиками.

При *создании биржевой и публичной кредитной истории* для получения более льготных условий частного финансирования могут решаться следующие задачи:

- обеспечение публичности предприятия, политики максимально возможного раскрытия информации, создание истории листинга и биржевых котировок, кредитной истории по облигациям,
- должная организация отношений с акционерами и владельцами облигаций; демонстрация высокого уровня корпоративного управления.

Такая политика обычно приводит к тому, что кредиторы, как иностранные, так и внутренние, предоставляют заемное финансирование более охотно и на более льготных условиях. Кредиторы предпочитают открытые, позитивно настроенные к ним предприятия, справедливо считая, что в этом случае финансовые риски, которые они несут, значительно ниже.

Потребности эмитента в *финансовом инжиниринге* формируют обширную практику выпуска облигаций:

- проектирование финансовых продуктов, в т.ч. новых, и внедрение финансовых технологий для удовлетворения общих и специальных потребностей предприятия в денежных ресурсах. Совмещение нескольких видов финансовых инструментов и сделок, включая операции с облигациями, в одну финансовую схему для решения комплексной финансовой проблемы предприятия;
- управлением риском, доходностью и ликвидностью в системе финансового менеджмента эмитента;
- управление портфелем своих собственных облигаций. Удешевление заимствований на основе управления портфелем долгов предприятия (откупа долгов на рынке в моменты снижения их рыночной стоимости);
- создание расчетных инструментов.

1.2. Понятие и виды корпоративных облигаций

1.2.1. Понятие корпоративной облигации

Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента.

Облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству. Таким образом, облигации присущи следующие **фундаментальные свойства**:

-облигации – это не титулы собственности на имущество эмитента, в отличие от акций, это **удостоверение займа**; не дают право на **участие в управлении эмитентом**;

-в отличие от акций имеют **конечный срок погашения** (в классическом случае это – **гасимая ценная бумага**);

-обладают **старшинством перед акциями** в выплате процентов (в сравнении с выплатой дивидендов) и в удовлетворении других обязательств (например, при ликвидации общества);

-**эмитенты облигаций являются заемщиками, должниками. Инвесторы в облигации являются кредиторами эмитента (в отличие от держателя акций)**. Невыполнение эмитентом взятых перед держателями облигаций обязательств (по основной сумме долга и процентам) приводит к процедурам взыскания задолженности, предписанным законодательством, вплоть до банкротства.

Отличительные особенности корпоративной облигации

Корпоративная облигация – экономическое понятие. Юридически определенный термин «корпоративная облигация» отсутствует (хотя и используется в документах Банка России и в ряде иных нормативных актов).

Методом исключения возможно установить, что **к корпоративным облигациям относятся любые облигации, за исключением тех, которые выпущены от имени Российской Федерации, субъектов РФ, муниципальных образований**. В соответствии с законодательством последние относятся к классу государственных и муниципальных ценных бумаг.⁹

К корпоративным облигациям обычно относят облигации, выпускаемые коммерческими организациями для финансирования текущей хозяйственной деятельности и развития производства. Вместе с тем практика, как будет показано ниже, может отклоняться от этого определения.

1.2.2. Экономическая характеристика корпоративной облигации

⁹ Федеральный закон «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» от 29 июля 1998 г. № 136 – ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями)

Корпоративные облигации выражают права, связанные с *движением денежных ресурсов* (при этом погашение облигаций, если это предусмотрено условиями эмиссии, может осуществляться драгоценными металлами, товарами или иным имущественным эквивалентом).

В качестве ценной бумаги корпоративная облигация обладает следующими *фундаментальными свойствами*: а) обращаемость, б) доступность для гражданского оборота, в) стандартность, д) документальность, е) регулируемость и признание государством, ж) рыночность, з) раскрытие информации, и) ликвидность, к) риск, л) доходность.

Обращаемость – способность ценной бумаги покупаться и продаваться на рынке, а также во многих случаях, выступать в качестве самостоятельного платежного инструмента, облегчающего обращение других товаров.

Доступность для гражданского оборота – способность ценной бумаги не только покупаться и продаваться, но и быть объектом других гражданских отношений, включая все виды сделок (займа, дарения, хранения, комиссии, поручения и т.п.).

Стандартность – ценная бумага преимущественно имеет стандартное содержание (стандартность прав, которые предоставляет ценная бумага, стандартность участников, сроков, мест торговли, правил учета и других условий доступа к указанным правам, стандартность сделок, связанных с передачей ценной бумаги из рук в руки, стандартность формы ценной бумаги и т.п.). Именно стандартность делает ценную бумагу товаром, способным обращаться.

Индивидуальный нестандартный контракт ограничен рамками той сделки, в которой он совершен. Он не может обращаться. Для передачи прав по этому контракту необходимо заключение нового договора на индивидуальных условиях.

Документальность. Ценная бумага – это всегда документ, независимо от того, существует ли она в форме бумажного сертификата или в безналичной форме записи по счетам.

Документальность придает окончательный, «материальный» облик товару, называемому ценной бумагой. Только документ может зафиксировать стандартные условия ее обращения и использования, обеспечить многократный переход ценной бумаги из рук в руки, как одного и того же товара, стать доказательством правомочности доступа инвестора к правам, предоставляемым ценной бумагой.

Согласно установившейся правовой практике, ценная бумага, как документ, должна содержать все предусмотренные законодательством обязательные реквизиты¹⁰. Отсутствие хотя бы одного из них влечет недействительность ценной бумаги, или переводит данный документ из разряда ценных бумаг в разряд иных обязательственных документов. Например, отсутствие хотя бы одного обязательного реквизита может сделать вексель недействительным или перевести его в разряд долговой расписки, отношения по которой регулируются вместо вексельного – общегражданским законодательством.

Регулируемость и признание государством. Ценные бумаги должны быть признаны государством в качестве таковых, что должно обеспечить раскрытие информации, четкие правила выпуска и обращения, необходимый надзор государства и, соответственно, снижение рисков и доверие публики к ним.

¹⁰Гражданский кодекс РФ, Часть первая, ст.144

Рыночность. Обрацаемость указывает на то, что ценная бумага существует только как особый товар, который, следовательно, должен иметь свой рынок с присущей ему организацией, правилами работы на нем и т.д.

Должны в основной массе принадлежать рынку, быть товарами и те ресурсы, правами на которые являются ценные бумаги. Например, в той мере, в какой ограничен свободный рыночный оборот земли и недвижимости, в той же мере будет неразвит и рынок закладных.

Раскрытие информации. Инвестирование в ценные бумаги на честной и справедливой основе становится возможным только в том случае, если инвесторы, выходящие на рынок, получают равный доступ к информации, если эмитенты ценных бумаг будут обязаны раскрывать всю информацию, которая может оказывать материальное влияние на рыночный курс ценной бумаги.

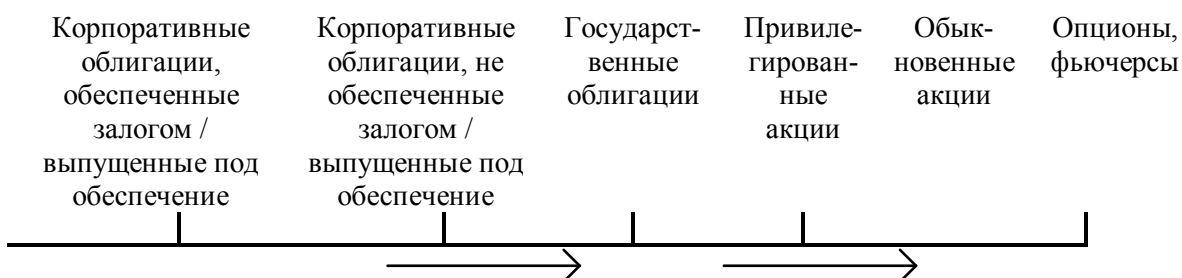
Ликвидность – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные средства (в наличной и безналичной форме) без существенных потерь для держателя, при небольших колебаниях рыночной стоимости и издержках на реализацию.

Если рынок отказывается признать ее ликвидность, реальность выраженных ею прав, то ценная бумага превращается в ничего не стоящий бумажный клочок.

Риск – возможности потерь, связанные с инвестициями в ценные бумаги и неизбежно им присущие. Финансовая, денежная сфера, как вторичная, производная от реального производства, еще в большей мере, чем производственный сектор, чувствительна к вероятностным воздействиям неблагоприятных факторов.

Доходность. Инвесторы обычно рассматривают ценные бумаги в качестве финансовых активов, приносящих доход. Соответственно, доходность рассматривается обычно инвесторами в качестве необходимого атрибута ценной бумаги.

При прочих равных корпоративные облигации находятся в следующей **шкале инвестиционного качества ценных бумаг**, позволяющей инвестору упорядочить свое понимание соотношений между ценными бумагами, вести инвестиционный анализ в определенной системе координат:



Понижение ликвидности и гарантированности выплат; повышение рисков и доходности

Данная шкала выстроена в соответствии со **старшинством** в удовлетворении претензий по ценным бумагам и степенью гарантированности и величиной процентных выплат по ним.

Например, при ликвидации акционерного общества в первую очередь будет погашаться задолженность по выпущенным им облигациям, обеспеченным залогом, затем – по не обеспеченным залогом, далее – по привилегированным акциям, и только

после этого остаток имущества будет распределяться между владельцами обыкновенных акций.

При выплате доходов проценты по облигациям выплачиваются независимо от того, получило общество прибыль или нет (в последнем случае за счет резервного фонда), дивиденды по привилегированным акциям гарантируются только в случае прибыльности или создания для этого специальных фондов и, наконец, дивиденды по обыкновенным акциям выплачиваются только, если для этой цели осталась нераспределенная чистая прибыль.

Соответственно, платой за возрастание риска, за понижение гарантированности доходов инвесторов и конечных возмещений денежных ресурсов, вложенных в ценные бумаги, является повышение уровня доходности при переходе от обеспеченных залогом к необеспеченным облигациям, и далее – к привилегированным и обыкновенным акциям.

1.2.3. Юридическая конструкция корпоративной облигации

Законодательство РФ содержит следующие юридические конструкции облигации (*таблица 1.1*), распространяющиеся на корпоративные облигации:

Таблица 1.1

Юридические конструкции корпоративных облигаций

Гражданский кодекс РФ	Закон «Об акционерных обществах»	Закон «О рынке ценных бумаг»
<p>Облигация относится к ценным бумагам (ст. 143).</p> <p>В случаях, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций (ст. 816).</p> <p>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.</p> <p>Облигация предоставляет ее держателю также право на получение фиксированного в ней процента от номинальной стоимости облигации либо иные имущественные права (ст. 816)</p>	<p>Облигация относится к эмиссионным ценным бумагам (по смыслу ст. 33).</p> <p>Облигация удостоверяет право ее владельца требовать погашения облигации (выплату номинальной стоимости или номинальной стоимости и процентов) в установленные сроки (ст. 33)</p>	<p>Облигация – эмиссионная ценная бумага, закрепляющая право ее владельца на получение от эмитента облигации в предусмотренный в ней срок ее номинальной стоимости или иного имущественного эквивалента (статья 2).</p> <p>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 (статья 2)</p>

В итоге, **ключевые элементы** юридической конструкции облигации по российскому законодательству:

-договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций;

- облигация – это *ценная бумага*;
- облигация – *эмиссионная ценная бумага*;
- облигация удостоверяет *право держателя* на получение от *лица, выпустившего облигацию*:
 - номинальной стоимости* облигации;
 - иного имущественного эквивалента* номинальной стоимости;
 - дохода* в форме *процента* от номинальной стоимости или *дисконта*;
- облигация может удостоверить *иные имущественные права* держателя по отношению к лицу, выпустившему облигацию.

Корпоративная облигация как эмиссионная ценная бумага

Экономические основы. В составе ценных бумаг важнейшей группой являются *эмиссионные ценные бумаги*, обладающие свойством *серийности*.

Такие ценные бумаги эмитируются *выпусками*, т.е. однородными сериями, классами. Ценные бумаги в таком выпуске имеют *одинаковые условия* эмиссии (первичного размещения), один и тот же государственный регистрационный номер, предоставляют их владельцам *равные по объемам и срокам права*, полностью *стандартны* в сравнении друг с другом.

Именно эти свойства позволяют распространять эмиссионные ценные бумаги среди широкого круга инвесторов, как массовый, множественный товар, привлекая на открытом рынке значительные объемы денежных ресурсов для инвестиций.

Эмиссионными ценными бумагами обычно являются *акции, облигации* или иные ценные бумаги, признаваемые государством в качестве эмиссионных. Именно они, в силу легкости обращения, формируют *организованные рынки ценных бумаг*.

Юридическая конструкция. Закон «О рынке ценных бумаг» относит облигации, в том числе корпоративные облигации, к классу эмиссионных ценных бумаг.

Согласно ст. 2 Закона «О рынке ценных бумаг» *эмиссионная ценная бумага* – это любая ценная бумага, которая характеризуется *одновременно* следующими признаками:

- закрепляет *совокупность имущественных и неимущественных прав*, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных Законом «О рынке ценных бумаг» формы и порядка;
- размещается *выпусками* (совокупностями ценных бумаг одного эмитента, предоставляющих одинаковый объем прав их владельцам, имеющих одинаковую номинальную стоимость, единый государственный регистрационный номер);
- имеет *равные объем и сроки* осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения ценной бумаги.

1.2.4. Виды корпоративных облигаций

Номиналы корпоративных облигаций

В соответствии с Законом «Об акционерных обществах» облигация должна иметь **номинальную стоимость** (статья 33). В соответствии с Гражданским кодексом РФ (статья 816) и Законом «О рынке ценных бумаг» (статья 2) облигацией признается только та ценная бумага, которая удостоверяет право ее держателя на получение номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента.

Соответственно, **не могут** выпускаться **безноминальные корпоративные облигации**. Вместе с тем один и тот же эмитент может осуществлять выпуски корпоративных облигаций с **различными номиналами**.

В зависимости от того, на каких инвесторов рассчитаны облигации (розничных или оптовых, институциональных) различаются **мелко-** и **крупнономинальные облигации**.

Валюта номинала

Корпоративные облигации могут выпускаться номинированными в **российских рублях**, в **условных денежных единицах** (по формуле пересчитываемых в рубли), в **иностранной валюте**. В последнем случае они будут являться **валютными ценностями** и на их обращение будут наложены дополнительные требования, определяемые валютным законодательством.

Индексированные облигации. Индексированными являются облигации, номинал которых и процентные ставки индексируются в соответствии с инфляционным ростом цен, обесценением валюты или иными индикаторами, что позволяет инвестору сохранить вложенный капитал.

В «Стандартах эмиссии ценных бумаг» (пункты 6.1.7, 6.2.14) определено, что цены размещения ценных бумаг, размеры процента (купона) по облигациям могут быть установлены «в виде формулы с переменными (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли на рынке ценных бумаг и другие)», что дает возможность выпускать индексированные облигации.

Виды корпоративных облигаций по срокам

Традиционно предполагается, что облигации являются средне- и долгосрочным инструментом финансирования. Краткосрочные потребности в заемных денежных средствах обычно удовлетворяются на фондовом рынке за счет неэмиссионных коммерческих бумаг.¹¹ Вместе с тем в последние годы ФКЦБ России предлагает (в качестве коммерческих бумаг) выпуск краткосрочных облигаций (на срок до 3-х месяцев).¹²

Корпоративные облигации в России могут выпускаться на следующие сроки:¹³

<i>Краткосрочные</i>	<i>Среднесрочные</i>	<i>Долгосрочные</i>
Сроком до 1 года	Сроком от 1 года до 5 лет	На срок свыше 5 лет

¹¹ Обзор рынка коммерческих бумаг и прогноз по его развитию в России см. в кн.: Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг в России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина-Паблицер, 2003. – С. 415 - 424

¹² Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, 2002. – С. 154 - 156

¹³ Деление финансовых инструментов на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (от 1 до 5 лет) и долгосрочные (свыше 5 лет) является традиционным. Например, в Бюджетном кодексе РФ от 31 июля 1998 г. № 145-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями), статья 98 определяется, что «долговые обязательства Российской Федерации могут быть краткосрочными (до одного года), среднесрочными (свыше одного года до пяти лет) и долгосрочными (от пяти до 30 лет)»

Предельные сроки (начальные и конечные) для корпоративных облигаций не установлены (в соответствии с Бюджетным кодексом РФ государственные облигации должны выпускаться на срок не свыше 30 лет).

Не могут выпускаться **бессрочные облигации**, т.к. в самой юридической конструкции облигации (**таблица 1.1**) предусмотрено, что возврат эмитентом позаимствованной стоимости держателю облигации должен произойти в определенный срок.¹⁴

Классификация корпоративных облигаций по структуре размещения

В связи с изменчивостью рыночных условий (по доходности, риску и ликвидности), ограниченной способностью рынка к поглощению крупных выпусков ценных бумаг корпоративные эмитенты могут разбивать облигационные займы на отдельные транши, размещаемые в различные периоды времени (внутри единого выпуска, регистрируемого как целое).

Корпоративные облигации могут классифицироваться как размещаемые:

- единовременно **полным выпуском**;
- **отдельными частями (траншами)**, в отношении которых устанавливаются сроки размещения отдельных траншей (внутри времени размещения всего облигационного займа), количество облигаций в отдельных траншах,¹⁵ порядковый идентификационный номер облигаций, относящийся к конкретному траншу.

Классификация корпоративных облигаций по структуре погашения

На практике различают облигационные займы, погашение по которым осуществляется в **единый срок**, либо займы, погашение которых производится **периодическими платежами** с окончательным расчетом в срок, на который выпущены облигации. Во втором случае снижается кредитный риск облигационного займа (риск невыполнения обязательств заемщиком), больше возможностей в управлении процентным риском по облигационному займу (риском потерь от изменения рыночного уровня процента).

Законом «Об акционерных обществах» (статья 33) предусмотрено, что «общество может размещать облигации с единовременным сроком погашения или облигации со сроком погашения по сериям в определенные сроки».

В этой связи может быть предложена следующая классификация корпоративных облигаций (см. **таблицу 1.2**).

Таблица 1.2

Виды корпоративных облигаций по структуре погашения

Облигации с единым сроком погашения (с выплатой в конце срока)	Облигации с амортизацией долга (с погашением периодическими платежами)
---	---

¹⁴ На западных рынках существует давняя традиция эмиссии бессрочных долговых бумаг, например, английские консоли, выпускавшиеся с середины XVIII века. Например, в начале 90-х гг. XX века в Великобритании обращались еще 9 подобных выпусков бессрочных облигаций, самый старый из которых - 2 1/2 %% консоли - датируется 1750 г. выпуска

¹⁵ Если при проектировании облигационного займа нет возможности предложить точные численные значения в отношении времени размещения и состава траншей, то в документах, сопровождающих выпуск облигационного займа, устанавливается порядок их определения

Погашение обязательств по облигациям осуществляется единым платежом, в окончательный расчет по ним по завершении срока, на который выпущены облигации		Погашение номинальной стоимости частями (периодическими платежами – амортизация долга) осуществляется в даты, установленные решением об эмиссии отдельного выпуска облигаций и совпадающие с датами выплат купонного дохода по ним. По завершении срока, на который выпущены облигации, осуществляется окончательный расчет по ним	
<i>С выплатой номинала в конце срока</i>	<i>С выплатой номинала и процентов в конце срока</i>	<i>Облигации с фондом погашения</i>	<i>Облигации без фонда погашения</i>
Проценты выплачиваются периодически, номинал – в конце срока	И номинал, и проценты выплачиваются в конце срока	Создается специальный фонд денежных средств и ликвидных активов, предназначенных для амортизации долга по выпущенным облигациям	Специальный фонд погашения не создается

Соответственно, **фонд погашения облигаций** может учреждаться в следующих вариантах:

- а) **обязательный** (предприятие должно гасить эмиссию),
- б) **необязательный** (погашение эмиссии по усмотрению предприятия или в зависимости от финансовых результатов года).

Фонд погашения может предполагать:

- а) **частичное погашение** облигационного займа;
- б) **полное погашение** (т.е. до наступления срока погашения облигационного займа должна быть выкуплена вся эмиссия).

Фонд погашения может формироваться как а) в отношении конкретной эмиссии, так и б) в отношении всего объема облигационных эмиссий эмитента.

В этом случае в международной практике он именуется **бланковым / агрегированным фондом погашения** и устанавливается в виде процента от общей суммы облигационных займов данного предприятия. Формирование фонда погашения может производиться обязательными платежами фиксированного размера, либо (если это установлено условиями выпуска, что нежелательно для инвестора), данные платежи могут быть поставлены в зависимость от экономических показателей эмитента (обычно прибыли данного года).

В российской практике в **акционерном обществе** (статья 35 Закона «Об акционерных обществах») должен быть создан **резервный фонд**, составляющий не менее 5% от его уставного капитала. Одно из целевых направлений расходования средств резервного фонда – погашение облигаций общества.

В **обществе с ограниченной ответственностью** (статья 30 Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью») могут создаваться «резервный фонд и иные фонды в порядке и размерах, предусмотренных уставом общества».

Эмитент может предусмотреть формирование **специального фонда** (резерва) для погашения процентов и основной суммы долга по облигациям. Однако специального механизма резервирования средств российским законодательством не предусмотрено.

Классификация корпоративных облигаций по возможности досрочного погашения / выкупа эмитентом

Возможность досрочного погашения облигации по инициативе инвестора / эмитента снижает их кредитные риски, создает для них лучшую способность управлять процентным и рыночным риском.

В соответствии с Законом «Об акционерных обществах» (статья 33) «общество вправе предусмотреть возможность досрочного погашения облигаций по желанию их владельцев. При этом в решении о выпуске облигаций должны быть определены стоимость погашения и срок, не ранее которого они могут быть предъявлены к досрочному погашению».

Соответственно, может быть приведена следующая классификация облигаций (*таблица 1.3*).

Таблица 1.3

Классификация корпоративных облигаций по возможности досрочного погашения / выкупа эмитентом

Облигации без досрочного погашения (с запретом досрочного выкупа)	По инициативе инвестора		По инициативе эмитента
	Облигации с досрочным погашением или с правом обратной продажи эмитенту		Облигации с досрочным погашением или с правом досрочного выкупа
Облигации, в условиях выпуска которых отсутствуют обязательства / права эмитента по досрочному погашению облигации по инициативе инвестора / эмитента	Облигации, в решении о выпуске которых установлены срок и порядок их досрочного погашения по желанию их владельцев (с изъятием облигаций из обращения)	Облигации с правом обратной продажи / с выставленной безотзывной офертой (с сохранением возможности для облигаций обращаться, будучи проданными эмитентом на рынке)	Отзывные облигации

Облигации с правом досрочного погашения по инициативе инвестора. В соответствии с **пунктом 6.2.17** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность их досрочного погашения по требованию владельцев облигаций.

Облигации с правом обратной продажи по инициативе инвестора. Облигации, которые по условиям выпуска могут быть проданы обратно эмитенту по номинальной стоимости до наступления срока погашения облигационного займа. В условиях выпуска облигаций оговариваются сроки наступления права обратной продажи и другие условия.

В соответствии с **пунктом 6.2.25** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность приобретения облигаций по соглашению с их владельцами и / или по требованию владельцев облигаций с возможностью их последующего обращения.

Кроме того, в России с 2000 г. существует аналог такого вида облигаций в форме облигаций с выставленной безотзывной офертой. Согласно оферте инвесторы имеют право через определенный промежуток (промежутки) времени продать облигации эмитенту, а последний обязан выкупить их у владельцев по определенной стоимости.

Отзывные облигации – это облигации, условия выпуска которых предусматривают право эмитента произвести их выкуп / досрочное погашение (отзыв).

В международной практике часто предусматривается период в 5-10 лет с момента начала обращения, во время которого эмитент не может воспользоваться правом отзыва. Часто отзыв возможен только с ограничениями, на основе принципа «обновления финансирования». В этом случае отзыв облигационного займа может

происходить только за счет нераспределенной прибыли, выпуска акций, продажи материальных активов или иных источников, не являющихся облигациями того же качества (рейтинга в международной практике). Данный принцип может быть заложен в решении о выпуске облигаций. Это делается для того, чтобы эмитент не замещал автоматически высокопроцентные облигационные займы низкопроцентными при понижении среднерыночной ставки процента.

Отзыв облигационного займа обычно происходит с курсовой надбавкой, максимальная величина которой в стабильных экономиках сопоставима с годовым процентом по займу. Чем ближе дата отзыва к сроку погашения займа, тем курсовая надбавка обычно ниже. Для долгосрочных займов срок отзыва обычно не наступает ранее 5 лет, для среднесрочных облигаций – ранее 1-2 лет до наступления срока погашения облигации.

В соответствии с **пунктом 6.2.17** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность их **досрочного погашения по усмотрению эмитента**. При этом (**пункт 6.2.20**) должны быть определены стоимость (порядок определения стоимости) и порядок досрочного погашения, срок, не ранее которого облигации могут быть досрочно погашены эмитентом, а также содержаться положение о том, что приобретение облигаций означает согласие приобретателя облигаций на их досрочное погашение. Досрочное погашение по усмотрению эмитента должно осуществляться в отношении всех облигаций выпуска.

В соответствии с **пунктом 6.2.25** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность приобретения эмитентом облигаций по соглашению с их владельцами. Эмитент обязан приобрести все облигации, заявления на покупку которых поступили от владельцев в установленный срок (**пункт 6.2.28** Стандартов эмиссии ценных бумаг).

Таким образом, в России существуют необходимые регулятивные условия для выпуска **отзывных облигаций**, если это соответствует экономическим интересам эмитента и инвестора.

Виды корпоративных облигаций по способу погашения

В соответствии с Гражданским кодексом РФ (статья 816), Законом “О рынке ценных бумаг” (статья 2) облигация может удостоверить право ее держателя на получение номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента. В соответствии с Законом “Об акционерных обществах”, статья 33 “погашение облигаций может осуществляться в денежной форме или иным имуществом в соответствии с решением об их выпуске”.

Соответственно, по способу погашения облигации могут классифицироваться (**таблица 1.4**):

Таблица 1.4

Классификация корпоративных облигаций по способу погашения

Получение номинальной стоимости облигации в денежной форме	Натуральные облигации. Получение номинальной стоимости облигации иным имуществом (недвижимыми и движимыми вещами). Основная сумма долга погашается в натуральной форме (продукцией, пользующейся спросом, золотом и т.п.)
---	--

В частности, к натуральным выплатам в погашение облигаций прибегают: а) в условиях острой инфляции с тем, чтобы зафиксировать имущественный эквивалент

основной суммы долга, урегулировать валютный и инфляционный риски, б) с той же целью – при спросовом росте цен на дефицитную продукцию (например, жилищные займы при буме на рынке жилья), в) при остром дефиците конкретной продукции с тем, чтобы получить к ней привилегированный доступ.

В 20-30-е и 90-е годы XX века в России существовала широкая практика выпуска натуральных облигаций (как корпоративных, так и государственных), с погашением их по номинальной стоимости в товарной форме.

Виды корпоративных облигаций по формам выплаты дохода

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (статья 2) доходом по облигации являются **процент и / или дисконт**. Соответственно, практика выработала следующие виды облигаций (**таблица 1.5**):

Таблица 1.5

Классификация корпоративных облигаций по формам выплаты дохода

<i>Процентные (купонные) облигации</i>	<i>Дисконтные (бескупонные) облигации</i>
Купонный доход устанавливается в процентах к номинальной стоимости облигации, предполагает регулярную выплату. Происхождение термина – от «купона», как части ценной бумаги, дающей право на получение регулярно выплачиваемого процента по ней; с этой целью купон отстригался и направлялся, обычно через банк, агенту, производящему платежи по данной ценной бумаге.	<p>Это – облигации с «нулевым купоном», т. е. облигации, по которым не начисляются проценты, а инвестор получает доход от продажи ему облигаций с дисконтом при последующем их погашении по номинальной стоимости. В международной практике подобные облигации называют zero-купоны (буквально «облигации с нулевым купоном»).</p> <p>Доход по указанным облигациям – дисконт в виде разницы между ценой размещения (покупки) и ценой погашения (продажи). Выплата процента (купонного дохода) по таким облигациям не производится.</p> <p>Отсутствие регулярной выплаты процентов, нежесткая связь «начисленных» процентов и курсовой стоимости (на последнюю влияет множество других факторов) делает дисконтные облигации более рискованной ценной бумагой, нежели обычные купонные облигации</p>
<i>Облигации, доход по которым формируется иными имущественными правами, нежели получение процента / дисконта</i>	

В свою очередь, учитывая все возможные формы выплаты купонного дохода, процентные (купонные) облигации могут классифицироваться следующим образом (**таблица 1.6**):¹⁶

Таблица 1.6

Классификация процентных (купонных) облигаций по возможным формам выплаты дохода

<i>Облигации с постоянным</i>	<i>Облигации с фиксированным</i>	<i>Облигации с переменным купонным доходом</i>
--------------------------------------	---	---

¹⁶ Указанная классификация установлена для государственных ценных бумаг, но может быть распространена и для корпоративных облигаций

<i>купонным доходом</i>	<i>купонным доходом</i>	
Купонный доход в виде процента к номинальной стоимости облигации. Процентная ставка имеет постоянную величину в течение всей жизни выпуска облигаций	Величина купонного дохода является фиксированной на каждый купонный период (период выплаты процента), но различается для разных купонных периодов. Устанавливается в момент выпуска облигаций	Купонный доход определяется (по определенному алгоритму) на основе доходности по ГКО и ОФЗ, официального уровня инфляции, ставки рефинансирования центрального банка, рыночного уровня процента по корпоративным облигациям или на основе других переменных. Величина купонного дохода рассчитывается отдельно для каждого периода выплаты купонов непосредственно перед выплатой

По **процентной (купонной) облигации** эмитент предусматривает выплату купонного (процентного) дохода. Ставка купонного дохода устанавливается в процентах от номинальной стоимости облигации и, как правило, соответствует рыночной ставке доходности по аналогичным инструментам. Это позволяет продавать облигации при их первичном размещении по номинальной стоимости. Если установить более низкую ставку купонного дохода, чем рыночная, то облигации будут продаваться с дисконтом – т. е. по цене, меньшей номинала. Наоборот, если купонная ставка будет выше рыночной, то облигации будут продаваться с премией – по цене выше номинала.

Доход по **процентной (купонной) облигации** может выплачиваться на основе тиражей выигрышей, проводящихся между облигациями. В этом случае облигации, которые выпускает эмитент, называют **выигрышными облигациями**. Хотя этот метод выплаты процента разработан для государственных ценных бумаг, в принципе, нет препятствий – при экономической целесообразности – использовать его и при конструировании корпоративных облигаций.

Доход по облигации может определяться **фиксированной** или **переменной процентной ставкой**.

Фиксированная процентная ставка создает определенность для эмитента и инвесторов в потоках купонных платежей. Однако она не учитывает изменение экономической ситуации.

Переменная процентная ставка может быть привязана к какому-нибудь показателю – рыночному уровню процента, темпу инфляции, ставке рефинансирования Центрального банка РФ. Инвесторы в таком случае будут получать доходы исходя из сложившейся экономической обстановки.

В соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (**пункт 6.2.14**) **переменная процентная ставка** может устанавливаться в виде **формулы с переменными** (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли и другие), **значения которых не могут изменяться по усмотрению эмитента**.

Доходные облигации – в международной практике облигации, по которым обязательство выплаты процента не является безусловным. Процент выплачивается только при условии, что у компании есть прибыль, достаточная для этой цели.

При этом облигация может носить **кумулятивный** или **некумулятивный характер**. В первом случае невыплаченные проценты накапливаются и подлежат выплате в следующие годы, как только у предприятия возникнет прибыль. Во втором – невыплаченные проценты не переносятся на следующие годы, обязательства в отношении них прекращаются фактом невыплаты в данном году.

В условиях выпуска доходных облигаций обычно оговаривается, как определяется размер прибыли и каков источник выплаты процентов по облигациям (какие вычеты нужно сначала сделать из прибыли).

В России в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (*пункт 6.2.14*) процент (купон) может определяться эмитентом облигаций после размещения облигаций (если это установлено условиями эмиссии и если процент (купон) выплачивается по двум и более купонным периодам). Эмитент может формировать режим выплаты процентов через задание формулы с переменными.

Как следствие, эмитент может конструировать режим выплаты процентов (в т.ч. через задание формулы с переменными), соответствующий ***доходным (кумулятивным и некумулятивным) корпоративным облигациям***, в зависимости от прибыльности работы эмитента в течение последнего купонного периода.

Участвующие облигации. Данные облигации дают право не только на фиксированный процент, но и на участие в прибылях (т.е. на получение сверх процента – нефиксированных дополнительных платежей в зависимости от финансового состояния эмитента в пределах и порядке, установленных условиями выпуска). Так же, как и по участвующим привилегированным акциям, выпуск такого рода облигаций, обеспечивая инвестору фиксированный доход, создает вместе с тем дополнительную заинтересованность в приобретении облигаций (возможность получить дополнительный доход).

Как указывалось выше, в России в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (*пункт 6.2.14*) процент (купон) может определяться эмитентом облигаций после размещения облигаций (если это установлено условиями эмиссии и если процент (купон) выплачивается по двум и более купонным периодам). Эмитент может формировать режим выплаты процентов через задание формулы с переменными.

В результате эмитент может конструировать режим выплаты процентов, соответствующий ***участвующим корпоративным облигациям***.

Виды корпоративных облигаций по срокам установления процента (купона) или порядка его определения

В связи с постоянно изменяющимися рыночными условиями (доходность, риск, ликвидность) для эмитента представляется значимой возможность изменять величину дохода по облигации ***на различных этапах*** выпуска и обращения облигационного займа.

С этой точки зрения существуют следующие виды корпоративных облигаций (*таблица 1.7*), что определено Стандартами эмиссии ценных бумаг (*пункт 6.2.14*).

Таблица 1.7

Классификация корпоративных облигаций по срокам установления процента (купона) или порядка его определения

Установление процента (купона) по облигационному займу или порядка его определения			
До подачи документов в ФКЦБ России для государственной регистрации выпуска	После государственной регистрации выпуска и до даты начала размещения облигаций	В течение аукциона (торгов, конкурса) с учетом поступивших заявок	После государственной регистрации отчета об итогах выпуска. В разные купонные периоды может быть установлен разный размер процента / разный порядок его установления

Виды корпоративных облигаций в зависимости от субъекта удостоверяющих ее прав

Корпоративные облигации *в зависимости от субъекта удостоверенных ею прав* разделяются на следующие два вида (статья 33 Закона «Об акционерных обществах»):

- облигации на предъявителя,
- именные облигации.

В соответствии со статьей 2 Закона «О рынке ценных бумаг» и Гражданским кодексом РФ (статьи 145 – 146) указанные облигации характеризуются следующим: (*таблица 1.8*):

Таблица 1.8

Классификация корпоративных облигаций по субъектам удостоверенных ими прав

Критерии сравнения	Облигации на предъявителя	Именные облигации
Способ идентификации владельца	Облигации, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав не требуют идентификации владельца	Облигации, информация о владельцах которых должна быть доступна эмитенту в форме реестра владельцев ценных бумаг, переход прав на которые и осуществление закрепленных ими прав требуют обязательной идентификации владельца
Принадлежность прав по облигации	Права, удостоверенные облигацией на предъявителя, принадлежат ее предъявителю	Права, удостоверенные именной облигацией, принадлежат лицу, названному в этой ценной бумаге
Порядок передачи облигаций	Облигации на предъявителя передаются <i>простым вручением</i>	Передача именных облигаций осуществляется путем <i>цессии (уступки требования)</i>

В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» (статья 16) эмиссионные ценные бумаги *не могут* выпускаться в качестве *ордерных ценных бумаг*. Соответственно, *облигации не могут быть ордерными*.¹⁷

Классификация корпоративных облигаций по форме фиксации прав на облигации

В зависимости от *формы фиксации прав на ценные бумаги* можно выделить *облигации документарные* и *бездокументарные* (*таблица 1.9*):

Таблица 1.9

Классификация корпоративных облигаций по форме фиксации прав на облигации

Облигации в бездокументарной форме	Облигации в документарной форме
---	--

¹⁷ Права по ордерной ценной бумаге принадлежат названному в ней лицу, которое может само осуществить эти права или назначить своим распоряжением (приказом) другое управомоченное лицо. Ордерные ценные бумаги передаются путем совершения на этой бумаге передаточной надписи – индоссамента. Примеры ордерных ценных бумаг – чек, коносамент, вексель

Форма облигации, при которой владелец устанавливается на основании <i>записи в системе ведения реестра</i> владельцев облигаций или, в случае депонирования облигаций, на основании записи по счету депо	Форма облигаций, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом <i>сертификата облигации</i> или, в случае депонирования такого, на основании записи по счету депо	
В этой форме могут выпускаться только <i>именные облигации</i> .	В этой форме могут выпускаться только <i>облигации на предъявителя</i> . Именные облигации не могут быть документарными	
Облигации на предъявителя не могут быть бездокументарными (невозможность фиксации и установления владельца)	Облигации на предъявителя с обязательным <i>централизованным хранением сертификата</i>	Облигации на предъявителя без обязательного <i>централизованного хранения сертификата</i>

Возможность и порядок выпуска бездокументарных и документарных корпоративных облигаций установлены Гражданским кодексом РФ (статья 149) и Законом «О рынке ценных бумаг» (статьи 2, 16).

Разновидностью последних являются *документарные облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением сертификата*.

В соответствии со статьей 16 Закона «О рынке ценных бумаг» один сертификат может удостоверить право на одну, несколько или все облигации на предъявителя одного выпуска (так называемый глобальный сертификат). Эмитент при принятии решения о выпуске документарных корпоративных облигаций на предъявителя может определить, что их сертификаты могут выдаваться на руки владельцам (без обязательного централизованного хранения), либо подлежат обязательному хранению в депозитарии и не могут выдаваться на руки всем владельцам (с обязательным централизованным хранением).

Классификация корпоративных облигаций по форме обеспечения

В зависимости от формы обеспечения корпоративные облигации могут быть:

- облигациями без обеспечения;*
- облигациями с обеспечением.*

В соответствии с Гражданским кодексом РФ, Законом «О рынке ценных бумаг» (статья 27.2) исполнение обязательств по корпоративным облигациям может обеспечиваться залогом (облигации с залоговым обеспечением), поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией.

Классификация *корпоративных облигаций без обеспечения* (с позиций наличия в их конструкции дополнительных элементов, понижающих риски невыполнения обязательств по ним) приведена в *таблице 1.10*.

Таблица 1.10

Виды корпоративных облигаций без обеспечения

Необеспеченные облигации	Облигации под конкретный вид доходов эмитента	Облигации на конкретный инвестиционный проект	Застрахованные облигации
---------------------------------	--	--	---------------------------------

<p>Облигационный заем осуществляется без всякого обеспечения, под доброе имя предприятия, под доверие к его способности получить доходы, поддерживать ликвидность и погашать обязательства. Облигации выпускаются под общее обязательство эмитента выплатить задолженность и выполнить другие обязательства займа</p>	<p>При выпуске этих облигаций без обеспечения, эмитент берет обязательство погашать платежи по ним за счет определенного вида доходов, имеющих стабильный характер. Например, обязуется направлять на эти цели всю прибыль от принадлежащей ему гостиницы, от продажи конкретного вида продукции, пользующегося коммерческим успехом, и т. д.</p> <p>В российском законодательстве юридического механизма погашения процентов по облигациям из определенного источника не предусмотрено. Однако предприятие может само (и для себя) определить источники погашения</p>	<p>Облигации на конкретный инвестиционный проект с направлением доходов от его реализации на выполнение обязательств по облигационному займу. В этом случае средства, привлеченные на основе выпуска облигаций, используются для финансирования указанного проекта (например, строительство или модернизация цеха, обустройство и последующая продажа земельных участков и т. д.). В данном случае используется беззалоговая схема финансирования. В российской практике это возможно: указание эмитентом направления использования средств и предъявление потенциальным инвесторам качественного бизнес-плана инвестиционного проекта увеличивает привлекательность займа</p>	<p>Застрахованные облигации – выполнение обязательств по ним покрывается страховыми полисами частных страховых компаний (что может включаться в условия выпуска облигации). В России в соответствии с п. 2 ст. 929 и ст. 932 ГК РФ по договору имущественного страхования может быть застрахован риск по обязательствам, возникающим вследствие причинения вреда имуществу других лиц, риск гражданской ответственности (в т.ч. за нарушение договора займа). Таким образом, эмитент вправе застраховать свою ответственность за невыполнение обязательств по погашению облигаций и выплате доходов владельцу облигаций.</p>
---	--	--	--

Необходимо учитывать, что согласно Гражданскому кодексу РФ (статья 102), Закону «Об акционерных обществах» (статья 33), Закону «Об обществах с ограниченной ответственностью» (статья 31), акционерное общество / общество с ограниченной ответственностью могут размещать **облигации без обеспечения** (все виды облигаций, указанных в **таблице 1.10**) не ранее третьего года существования общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

В международной практике известны и другие виды облигаций, которые не могут использоваться в российском обороте. Например, **совместные облигации** – обязательства по ним приняты несколькими сторонами (включая эмитента). Исходя из положений статьи 2 Закона «О рынке ценных бумаг» российского законодательства, эмитентом облигаций может быть только одно юридическое лицо, но не группа лиц. Следовательно, обязательства по облигациям могут быть возложены исключительно на их эмитента. Или же **облигации с переданной ответственностью** – обязательства по ним приняты другими лицами, нежели эмитент. В России в соответствии с положением

статьи 2 Закона «О рынке ценных бумаг» обязательства перед владельцами ценных бумаг по осуществлению прав, закрепленных ими, несет только эмитент.

Классификация *корпоративных облигаций с обеспечением* приведена в *таблице 1.11*.

Таблица 1.11

Виды корпоративных облигаций с обеспечением

<i>Облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается</i>			
<i>Залогом (облигации с залоговым обеспечением)</i>	<i>Поручительством</i>	<i>Банковской гарантией</i>	<i>Государственной или муниципальной гарантией</i>
<p>В качестве залога могут выступать только ценные бумаги (в т.ч. закладные как удостоверение залога по недвижимости), и недвижимое имущество (ипотека).¹⁸ Недвижимостью признаются земельные участки, здания, сооружения, незавершенное строительство, воздушные и</p>	<p>Гарантированные облигации (в международной терминологии) – выполнение обязательств гарантируется одним или несколькими лицами при невозможности их выполнить со стороны эмитента (что повышает надежность займа, если он не обеспечен залогом). Указанные виды облигаций часто используются дочерними или зависимыми предприятиями (обеспечение предоставляют материнские компании / банки, держатели крупных пакетов акций). В соответствии с российским законодательством в этих целях используется поручительство или гарантия (статьи 361 и 368 Гражданского кодекса РФ)</p>		

¹⁸ Как указывалось выше, ипотечные ценные бумаги, в т.ч. облигации с ипотечным покрытием, выпускаемые в соответствии с Федеральным законом «Об ипотечных ценных бумагах» от 29 октября 2003 г. №152-ФЗ, в настоящей публикации не рассматриваются

<p>морские суда и другие объекты, а также предприятие как имущественный комплекс (статьи 130, 132 Гражданского кодекса РФ, Закон «Об ипотеке»). Как разновидность выделяются закладные облигации (облигации с обеспечением залогом), в т.ч. бланковые закладные облигации (под залог всех активов предприятия, в России облигации под залог предприятия как имущественного комплекса возможен). Все владельцы облигаций имеют равные права в отношении предмета залога. При нарушении обязательств по облигациям заложенное имущество подлежит реализации по требованию любого из владельцев облигаций (с последующим распределением вырученных сумм между владельцами). В случаях, предусмотренных законодательством, заложенное имущество может перейти в долевую собственность владельцев облигаций</p>	<p>Поручитель письменно обязывается перед владельцами облигаций отвечать за исполнение эмитентом его обязательств полностью или в части. Поручительство может быть выдано юридическими / физическими лицами. Если обязательства по облигациям превышают чистые активы / имущество последних, то заем будет отнесен к инвестициям повышенного риска. Поручитель и эмитент несут солидарную ответственность. К поручителю переходят права владельцев облигаций в объеме их удовлетворенных требований</p>	<p>Гарант – кредитная организация дает по просьбе эмитента письменное обязательство уплатить владельцам облигаций (в размере неисполненного обязательства по облигациям) денежную сумму по представлении владельцами требования о ее уплате. Условия гарантии должны предполагать, что она не может быть отозвана, что гарант и эмитент несут солидарную ответственность, что право требования по гарантии переходит к новым владельцам при продаже облигаций. У гаранта может возникать регрессное право требования возмещения уплаченных сумм, если это предусмотрено условиями гарантии</p>	<p>В соответствии с Бюджетным кодексом (статья 115) РФ, субъект РФ или муниципальное образование, как гаранты, дают письменное обязательство отвечать за исполнение эмитентом обязательств перед третьими лицами – владельцами облигаций полностью или частично. Гарант несет субсидиарную ответственность дополнительно к ответственности эмитента по облигациям. У гаранта возникает право требования у эмитента возмещения уплаченных сумм</p>
--	---	--	---

Субординированные, старшие и младшие облигации

Субординированные облигации в международной практике не имеют залогового обеспечения, обязательства по ним субординированы, подчинены по отношению к удовлетворению других обязательств, в частности, погашаются после удовлетворения требований по обычным облигационным займам и банковским ссудам.

В России корпоративные облигации **не могут быть субординированными**, такой вид, как субординированные облигации, в России не применим. Согласно российскому законодательству невозможно в случае удовлетворения требований кредиторов установить преимущество одних обязательств по отношению к другим, если они находятся в одной очереди. Так, согласно п.4 статьи 64 Гражданского кодекса РФ имущество ликвидируемого юридического лица при его недостаточности распределяется между кредиторами соответствующей очереди пропорционально суммам требований, подлежащих удовлетворению.

Старшие и младшие облигации. В международной практике так же, как и при выпуске привилегированных акций, эмитент может, в свою очередь, одним выпуском, сериям, классам облигаций создавать старшинство (в удовлетворении обязательств) перед другими.

В России старшими или младшими облигации могут быть только в зависимости от наличия залогового обеспечения (обеспеченные залогом облигации будут старшими

по отношению к не обеспеченным залогом облигациям, поскольку требования по ним при банкротстве эмитента будут удовлетворяться раньше – в третью (а не пятую) очередь) (статья 64 Гражданского кодекса РФ).

Конвертируемые облигации

Конвертируемые облигации – это облигации, условия выпуска которых предусматривают их конвертацию в иные ценные бумаги.

В российском деловом обороте выпуск конвертируемых облигаций расширяет возможности в управлении структурой акционерного капитала. В соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (пункты 6.1, 7.1) предусмотрена возможность выпуска и размещения облигаций, конвертируемых в акции (в обыкновенные или привилегированные). В частности, в российском законодательстве о банкротстве предложена возможность прекращения обязательств должника – банкрота путем обмена кредитором его требований на облигации, конвертируемые в акции.

В международной практике к подобным выпускам охотно прибегают небольшие агрессивные фирмы и новые предприятия, чья судьба на рынке ценных бумаг еще неясна. Если эмитент будет успешен, то последует обмен облигаций на его акции (что дает инвесторам более высокую доходность). Если бизнес эмитента – неудачен, то держатели конвертируемых облигаций предпочтут не обменивать их на акции, предпочитая облигации в качестве фиксированных, более защищенных (с точки зрения конечных выплат инвесторам) обязательств эмитента.

При этом условия выпуска:

а) чаще всего это **субординированные облигации**, не имеющие залогового обеспечения, что отражает «близость» указанных облигаций к акциям, и их будущую способность к конвертации в акции (субординированные облигации рассмотрены выше, в России использоваться не могут);

б) обмен конвертируемой облигации на акции производится по выбору и желанию держателя облигации на условиях, установленных условиями выпуска (в российской практике в соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (пункт 6.1.2) обмен конвертируемой облигации на акции может производиться как по выбору держателя облигаций, так и при наступлении срока или иных обстоятельств, при которых должна совершаться конвертация);

в) конвертируемые облигации обычно имеют более крупные номиналы, нежели обыкновенные акции, на которые они обмениваются (например, 20:1, 25:1, и т.д.);

г) условиями выпуска устанавливаются цены, по которым конвертируемая облигация может обмениваться на простые акции (например, облигация с номиналом 1 млн. руб. в течение 1-3 лет с момента выпуска обменивается на акции с номиналом 40 тыс. руб. по цене акций 50 тыс. руб., т.е. 20 акций за 1 облигацию, в течение 4-6 лет – по цене акций – 70 тыс. руб., т.е. 14,3 акции за 1 облигацию и т.д.);

д) обычно уровень процентов по конвертируемым облигациям устанавливается на 0,5-4 пункта ниже, чем по неконвертируемым (плата инвесторов за право конвертации);

е) обычно большинство выпусков конвертируемых облигаций являются **отзывными**, что дает возможность эмитентам под угрозой отзыва заставить держателей конвертировать свои облигации в акции и тем самым заместить срочные обязательства – бессрочными.

Соответственно, в России применим такой вид облигаций, как конвертируемые облигации, однако, с учетом того, что они не могут выпускаться в качестве субординированных.

Классификация корпоративных облигаций по возможности обращения

По критерию возможности обращения корпоративные облигации возможно разделить на следующие группы:

- свободно обращающиеся;
- с ограниченным кругом обращения (с ограниченной возможностью перепродажи облигаций или при отсутствии таковой).

Виды корпоративных облигаций по уровню риска

Классификация корпоративных облигаций по уровню риска предполагает их деление на:

-облигации инвестиционного качества, инвестиционные облигации. Это – облигации, имеющие наименьший уровень кредитного риска, удостоверенный международно признанными рейтинговыми агентствами (Standard & Poor's, Moody's) и другие.¹⁹ По международной шкале средне- и долгосрочных облигаций рейтингового агентства Standard & Poor's к ним относятся корпоративные облигации с кредитным рейтингом от AAA до BBB, по аналогичной шкале рейтингового агентства Moody's (США) это – бумаги с рейтингом от Aaa до Baa 3. Предполагается, что выплата процентов и основной суммы долга защищена с крупным, стабильным или по меньшей мере средним запасом прочности, финансовое состояние эмитента – заемщика является успешным или адекватным, существуют надежные или по крайней мере достаточные защитительные элементы (например, обеспечение), вероятность наступления кредитного риска составляет (по статистике) незначительную процентную долю от количества эмиссий. Цели инвесторов по таким облигациям – это долгосрочные вложения, рассчитанные на доходность или прирост курсовой стоимости. В международной практике государственные органы используют деление корпоративных облигаций на инвестиционные и спекулятивные с целью ограничения рисков финансово-кредитных институтов. Например, в США широко используются запрещения или ограничения на инвестиции в спекулятивные ценные бумаги для банков, инвестиционных и пенсионных фондов и других институциональных инвесторов;

-облигации спекулятивного качества, спекулятивные облигации. К ним относятся ценные бумаги с низким кредитным рейтингом. Например, по международной шкале средне- и долгосрочных облигаций рейтингового агентства Standard & Poor's к спекулятивным ценным бумагам отнесены облигации с рейтингом от BB до D. Предполагается, что выплата процентов и основной суммы долга не защищена или защищена с небольшим запасом прочности, финансовое состояние эмитента – заемщика является неуспешным или неадекватным, не существуют надежные или по крайней мере достаточные защитительные элементы (например, обеспечение), вероятность наступления кредитного риска составляет (по статистике) значимую процентную долю от количества эмиссий. Присвоение облигации худшего значения рейтинга означает дефолт по данному долговому обязательству, когда платежи по основной части долга или процентные платежи не выплачены в срок. Соответственно, различаются и цели инвесторов. В отношении ценных бумаг инвестиционного качества – это долгосрочные вложения, рассчитанные на доходность или прирост курсовой стоимости. Спекулятивные ценные бумаги, имеющие широкий размах колебаний курсовой стоимости – инструмент краткосрочной спекулятивной игры.

¹⁹ Анализ процесса кредитного рейтинга и деятельности рейтинговых агентств см. ниже в разделе 9.2 «Оценка кредитного риска облигаций в кредитном рейтинге»

«Мусорные облигации», бросовые облигации (junk bonds). Облигация, имеющая самое низкое инвестиционное качество, высокорискованная, спекулятивная ценная бумага. На 80-е гг. XX века пришелся расцвет операций с бросовыми облигациями на фондовом рынке (США). Аналитиками было показано на длительных динамических рядах, что потери от неплатежей по таким облигациям в связи с неспособностью заемщиков выполнить свои обязательства, их банкротством и т.п. гораздо ниже выигрыша в разнице между очень высокими процентами, назначаемыми «бросовыми» эмитентами, и среднерыночной ставкой процента. В результате, большие портфели мусорных облигаций, несмотря на высокий кредитный риск, дают более высокую доходность, чем консервативные портфели облигаций высокого качества. Раскрытие этой рыночной ниши агрессивным, спекулятивным инвесторам в середине 80-х г.г. принесло огромные доходы финансовым посредникам.

Существует вероятность (пока не рассмотренная аналитиками), что подобная закономерность действует и на финансовом рынке России.

1.3. Рынок корпоративных облигаций в России: структура, динамика развития, перспективы

Динамика выпуска корпоративных облигаций

Начиная с 1999 года, когда началось становление рынка корпоративного долга в России, и до конца 2003 г. 154 эмитентами (промышленными предприятиями различных отраслей) размещено 238 выпусков корпоративных облигаций, на сумму порядка 161,6 млрд. руб. по номиналу.²⁰

За этот период финансовыми структурами, к которым мы относим банки, небанковские кредитные организации, а также дочерние общества, со стопроцентным участием банка – учредителя, размещено 76 выпусков на сумму (по номиналу) 45,6 млрд. руб. (в т.ч. 7 выпусков квази-ипотечных ценных бумаг, размещенных 4 операторами рынка ипотечных кредитов на сумму 4,7 млрд. руб.).

Список корпоративных облигаций, находящихся в обращении по состоянию на 31 марта 2004 г., приведен в *приложении 1*.

Динамика размещения и погашения выпусков представлена в *таблице 1.12*.

Таблица 1.12

Динамика размещения и погашения выпусков корпоративных облигаций

	Эмиссии финансовых организаций				Эмиссии нефинансовых организаций				Всего			
	Кол-во выпусков		Объем выпусков, тыс. руб.		Кол-во выпусков		Объем выпусков, тыс. руб.		Кол-во выпусков		Объем выпусков, тыс. руб.	
	размещено	погашено	размещено	погашено	размещено	погашено	размещено	погашено	размещено	погашено	размещено	погашено
II кв. 1999 г.	0	0	0	0	1	0	3 000 000	0	1	0	3 000 000	0
III кв. 1999 г.	0	0	0	0	4	0	4 254 000	0	4	0	4 254 000	0
IV кв. 1999 г.	0	0	0	0	6	0	5 623 007	0	6	0	5 623 007	0
I кв. 2000 г.	1	0	1 000	0	4	0	2 100 000	0	5	0	2 101 000	0
II кв. 2000 г.	3	0	1 552 950	0	13	2	10 375 000	300 000	16	2	11 927 950	300 000
III кв. 2000 г.	3	1	1 680 035	170 000	2	4	2 230 000	177 000	5	5	3 910 035	347 000
IV кв. 2000 г.	7	1	9 098 000	113 000	9	2	4 881 700	100 000	16	3	13 979 700	213 000
I кв. 2001 г.	2	1	950 000	1 000	10	2	5 442 500	1 000 000	12	3	6 392 500	1 001 000
II кв. 2001 г.	4	0	3 249 000	0	21	2	3 365 000	95 000	25	2	6 614 000	95 000
III кв. 2001 г.	1	0	1 000 000	0	9	2	3 870 000	70 700	10	2	4 870 000	70 700
IV кв. 2001 г.	8	2	2 700 000	697 000	18	6	8 597 500	712 000	26	8	11 297 500	1 409 000
I кв. 2002 г.	6	1	3 900 000	500 000	13	8	6 961 000	1 387 500	19	9	10 861 000	1 887 500
II кв. 2002 г.	5	7	2 900 000	1 799 000	19	15	6 955 000	1 579 000	24	22	9 855 000	3 378 000
III кв. 2002 г.	9	2	1 500 000	200 000	10	5	7 511 000	814 900	19	7	9 011 000	1 014 900
IV кв. 2002 г.	12	3	8 760 000	4 000 000	21	11	18 699 500	7 085 007	33	14	27 459 500	11 085 007
I кв. 2003 г.	4	2	3 365 000	330 000	13	3	7 210 000	2 850 000	17	5	10 575 000	3 180 000
II кв. 2003 г.	9	10	4 885 000	1 782 950	22	12	19 070 000	13 631 000	31	22	23 955 000	15 413 950
III кв. 2003 г.	2	2	520 000	367 035	26	4	26 430 000	6 100 000	28	6	26 950 000	6 467 035
IV кв. 2003 г.	1	5	300 000	2 150 000	12	13	9 720 000	5 960 500	13	18	10 020 000	8 110 500

²⁰ База данных, ведущаяся автором, на основании официальных публикаций эмитентов, финансовых регуляторов, организаторов торговли

Анализ данных показывает, что рынок корпоративных облигаций, как сегмент финансового рынка, динамично растет. При этом наибольшее развитие он получил в 2002 – 2003 гг., когда было размещено 93 и 99 выпусков, а их объем составил 57,2 и 71,5 млрд. руб., что составляет 29% и 30% от количества и 29% и 36% от стоимостного объема размещенных выпусков.

Расширение рынка в 2003 г. в целом было достигнуто за счет существенного увеличения количества размещенных выпусков нефинансовыми организациями и их суммарного объема: 73 выпуска (по сравнению с 61 в 2002 г.) на общую сумму 60,4 млрд. руб. (по сравнению с 40,1 млрд. руб. в 2002 г.). В секторе эмиссий финансовых организаций наблюдалось сокращение количества и объемов выпусков: 16 выпусков (по сравнению с 32 в 2002 г.) на общую сумму 9,1 млрд. руб. (по сравнению с 17,1 млрд. руб. в 2002 г.).

Структура эмиссионной активности в пределах года на протяжении всего периода оставалась достаточно стабильной: пики приходились на IV квартал, тогда как в 2003 году, напротив, пик активности пришелся на III квартал (в предыдущие годы в этот период на рынке было относительное затишье). Однако, вероятнее всего, это нельзя рассматривать как смену тенденции, поскольку стремление участников рынка разместить выпуски в III квартале (традиционный период отпусков) в значительной степени было обусловлено возрастающими в связи с выборами к концу года политическими рисками.

Динамичный рост числа эмиссий с превышением количества и объемов размещаемых выпусков над количеством и объемами погашаемых в большинстве кварталов исследуемого периода обусловило изменения таких важных показателей рынка корпоративных облигаций, как его емкость (суммарная номинальная стоимость облигаций, находящихся в обращении) и количество выпусков в обращении. Их динамика представлена в *таблице 1.13*.

Как следует из данных таблицы в последнем квартале 2003 г. изменение этих показателей за исследуемый период была худшей: незначительное повышение емкости при сокращении количества выпусков, находящихся в обращении. Однако, на наш взгляд, такая ситуация не свидетельствует об изменении тенденции и постепенном снижении активности в будущем, а является следствием указанных ранее рисков, действие которых закончится к марту 2004 г.

Таблица 1.13

Динамика стоимостной емкости рынка и количества выпусков в обращении

	Эмиссии финансовых организаций		Эмиссии нефинансовых организаций		Суммарно	
	Кол-во выпусков в обращении	Емкость рынка, тыс. руб.	Кол-во выпусков в обращении	Емкость рынка, тыс. руб.	Кол-во выпусков в обращении	Емкость рынка, тыс. руб.
01.07.99	0	0	1	3 000 000	1	3 000 000
01.10.99	0	0	5	7 254 000	5	7 254 000
01.01.00	0	0	11	12 877 007	11	12 877 007
01.04.00	1	1 000	15	14 977 007	16	14 958 007
01.07.00	4	1 553 950	26	25 052 007	30	26 605 057
01.10.00	6	3 063 985	24	27 105 007	30	30 168 992
01.01.01	12	12 048 985	31	31 886 707	43	43 935 692
01.04.01	13	12 997 985	39	36 329 207	52	49 327 192
01.07.01	17	16 246 985	58	39 599 207	75	55 846 192
01.10.01	18	17 246 985	65	43 398 507	83	60 645 492
01.01.02	24	19 249 985	77	51 284 007	101	70 533 992
01.04.02	29	22 149 985	82	56 857 507	111	79 007 492

01.07.02	27	23 250 985	86	62 233 507	113	85 484 492
01.10.02	34	24 550 985	91	68 929 607	125	93 480 592
01.01.03	43	29 310 985	101	80 544 100	144	109 855 085
01.04.03	45	32 345 985	111	84 904 100	156	117 250 085
01.07.03	44	35 448 035	121	90 343 100	165	125 791 135
01.10.03	44	35 601 000	143	110 673 100	187	146 274 100
01.01.04	40	33 751 000	142	114 478 600	182	148 229 600

Структура рынка корпоративных облигаций по срокам займов

Поскольку эмиссии корпоративных облигаций традиционно рассматриваются как инструмент финансирования долгосрочных инвестиционных проектов, направленных на модернизацию основных средств, развитие технологий и т.д., рассмотрим структуру выпусков с точки зрения сроков привлечения средств, данные представлены в **таблице 1.14**.²¹

Значительная часть эмиссий, зарегистрированных в период 2000 – 2003 гг. содержала опционы на досрочный выкуп / погашение, оформленные офертами (как будет показано далее эти опционы предоставлялись инвестору и только в одном случае эмитенту, что составляет крайне незначительную долю). Соответственно, при анализе рисков в процессе покупки бумаги инвестор мог рассматривать ее как облигацию со сроком обращения равным сроку до даты первой оферты.

Однако в связи с тем, что в большинстве случаев оферты содержали обязательство эмитента или третьего лица на выкуп облигации с возможностью дальнейшего обращения, с точки зрения эмитента срок оставался более длительным (для выкупа не требуется наличие собственных средств: может быть привлечен технический кредит до дальнейшей продажи облигации). Поэтому в расчетах мы опирались на сроки обращения, указанные в решениях о выпуске и проспектах ценных бумаг (проспектах эмиссии) без учета наличия опционов на досрочный выкуп.

Таблица 1.14

Структура рынка корпоративных облигаций по срокам обращения выпусков

	Эмиссии финансовых организаций				Эмиссии нефинансовых организаций				Все эмиссии				
	Кол-во выпусков	В % от кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от объема выпусков	Кол-во выпусков	В % от кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от объема выпусков	Кол-во выпусков	В % от кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от объема выпусков	
1999 год	до 1 года	1	50,00%	1 000	100,00%	1	10,00%	16 000	0,13%	2	18,18%	17 000	0,13%
	более 1 года, но не более 3-х лет	0	0,00%	0	0,00%	4	40,00%	4 076 985	32,28%	4	36,36%	4 076 985	32,29%
	более 3-х лет	0	0,00%	0	0,00%	5	50,00%	8 534 000	67,57%	5	45,45%	8 534 000	67,58%

²¹ Таблица составлена исходя из дат регистрации выпусков, тогда как предыдущая таблица составлялась исходя из дат размещения выпусков. Наличие временного лага, обусловленного как субъективными, так и объективными факторами, может привести к несовпадению периодов регистрации и размещения выпусков.

Ряд выпусков конвертируемых облигаций не имеет фиксированного срока обращения: он установлен как «до даты регистрации выпуска акций плюс t дней». Поскольку это принудительно конвертируемые выпуски, не оставляющие возможности эмитенту отказаться от акций, мы не включили эти выпуски в расчеты.

Мы считаем более при анализе параметров выпусков более показательным периодизацию по дате регистрации выпуска, поскольку эмиссия структурируется, как правило, в соответствии с тенденциями, действующими на рынке, тогда как ввиду изменения рыночной ситуации размещение может быть существенно отложено

2000 год	до 1 года	3	23,08%	480 000	3,76%	15	51,72%	2 086 700	10,21%	18	42,86%	2 566 700	7,73%
	более 1 года, но не более 3-х лет	4	30,77%	3 900 000	30,51%	12	41,38%	16 043 830	78,49%	16	38,10%	19 943 830	60,03%
	более 3-х лет	6	46,15%	8 401 000	65,73%	2	6,90%	1 620 000	7,93%	8	19,05%	10 021 000	30,16%
2001 год	до 1 года	10	62,50%	3 099 000	31,79%	30	51,72%	4 467 399	21,29%	40	54,05%	7 566 399	24,62%
	более 1 года, но не более 3-х лет	4	25,00%	4 000 000	41,03%	25	43,10%	10 507 500	50,08%	29	39,19%	14 507 500	47,21%
	более 3-х лет	2	12,50%	2 650 000	27,18%	3	5,17%	6 002 000	28,61%	5	6,76%	8 652 000	28,15%
2002 год	до 1 года	14	43,75%	2 430 000	17,58%	15	21,74%	4 760 943	11,42%	29	28,71%	7 190 943	12,95%
	более 1 года, но не более 3-х лет	15	46,88%	8 395 000	60,72%	52	75,36%	36 694 990	87,99%	67	66,34%	45 089 990	81,20%
	более 3-х лет	3	9,38%	4 000 000	28,93%	2	2,90%	250 000	0,60%	5	4,95%	4 250 000	7,65%
2003 год	до 1 года	2	14,29%	550 000	6,32%	2	2,94%	200 000	0,30%	4	4,88%	750 000	1,00%
	более 1 года, но не более 3-х лет	11	78,57%	7 085 000	81,39%	58	85,29%	49 999 990	75,30%	69	84,15%	57 084 990	76,01%
	более 3-х лет	1	7,14%	1 070 000	12,29%	8	11,76%	16 200 000	24,40%	9	10,98%	17 270 000	22,99%

Тенденции изменения структуры зарегистрированных выпусков корпоративных облигаций за небольшими исключениями были едиными для эмиссий финансовых и нефинансовых организаций. Для анализа тенденций мы исключим 1999 г., поскольку основная целевая группа инвесторов была настолько специфична, что это не позволяет распространить анализ на все годы.

Для эмиссий как финансовых, так и нефинансовых организаций стало характерным существенное поступательное увеличение доли выпусков со сроком обращения более 1 года, но не более 3-х лет: до 78,57% и 85,29% (с 30,77% и 41,38% в 2000 г.), при этом в общем числе выпусков их доля в 2003 г. составила 84,15% (в 2000 г. этот показатель был равен 38,10%). Однако если стоимостной объем выпусков финансовых организаций, размещенных на срок более 1 года, но не более 3-х лет, также неукоснительно рос: с 30,51% в 2000 г. до 81,39% в 2003 г., то для нефинансовых организаций эта тенденция была нехарактерна.

Неоднозначно развивался сегмент долгосрочных облигаций, срок обращения которых составляет более 3-х лет. Для финансовых организаций доля этих выпусков в общем количестве на протяжении за период 2000 – 2003 гг. снизилась с 46,15% до 7,14%, а их доля в суммарном объеме с 65,73% до 12,29%.

Доля долгосрочных выпусков в общем количестве выпусков нефинансовых организаций в 2000 – 2002 гг. снижалась с 6,90% до 2,90% (однако абсолютный показатель фактически оставался неизменным: 2 – 3 выпуска). Однако в 2003 г. этот показатель составил 11,76% (или 8 выпусков). Доля таких выпусков в стоимостном объеме зарегистрированных эмиссий нефинансовых организаций колебалась от 0,60% (2002 г.) до 28,61% (2000 г.), а в 2003 г. составила 24,4% или 16,2 млрд. руб., что более чем в 2,5 раза превышает аналогичный показатель 2001 г. 6,00 млрд. руб.

За 2002 – 2003 гг. резко снизилась доля краткосрочных выпусков (срок обращения менее 1 года). Наиболее значительной роль таких выпусков была в 2000 – 2001 гг., когда их доля составляла 23,08% и 62,5% в общем количестве выпусков финансовых организаций, 51,72% - нефинансовых организаций и 42,86% и 54,05% - суммарном количестве выпусков. В стоимостном объеме зарегистрированных выпусков их доля составляла: 3,76% и 31,79% - для финансовых организаций; 10,21% и 21,29% - для нефинансовых организаций, а также 42,86% и 19,05% в суммарном объеме зарегистрированных выпусков. В 2003 г. доля краткосрочных выпусков в числе эмиссий финансовых организаций составляла 14,29%, нефинансовых – 2,94%, в общем количестве выпусков – 4,88%, тогда как доля объема таких выпусков составляла 6,32%; 0,30% и 1,00%, соответственно. Вероятнее всего, это обусловлено улучшением условий получения краткосрочных кредитов и размещения векселей для привлечения краткосрочного финансирования, в т.ч. вызванным и развитием рынка облигаций,

фактически конкурирующим с рынком банковских кредитов. Поскольку один из наиболее важных факторов, существенно повышавших относительную стоимость краткосрочного финансирования с использованием корпоративных облигаций – налог на операции с ценными бумагами – сохранялся неизменным.

Как уже указывалось выше, по состоянию на конец 2003 г. сравнение основных параметров облигаций и кредитов коммерческих банков дает следующие результаты:

- Приблизительно равная стоимость заимствования: по рублевым кредитам коммерческих банков процентные ставки находятся на уровне 12 – 17% годовых²² тогда как по корпоративным облигациям в пределах 10 – 16%;
- Существенное превышение сроков обращения облигация над сроками предоставления кредитов: если 20% (от стоимостного объема) кредитов выдается на срок от 1 года до 3-х лет и только 5% на срок более 3-х лет²³, то в 2003 г. 75% средств привлечено при помощи выпуска корпоративных облигаций на срок от 2-3 года и 25% - на срок более 3-х лет²⁴,
- Средний объем выпуска облигаций существенно превышает средний объем банковского кредита²⁵.

Структура рынка корпоративных облигаций по объемам выпуска

Не менее важным для анализа является и объем размещаемых выпусков облигаций, поскольку традиционно выпуски облигаций позволяют привлекать большие объемы средств, чем банковские кредиты. Структура рынка по объемам выпуска показана в *таблице 1.15*.

Таблица 1.15

Структура рынка корпоративных облигаций по объемам выпусков

		Эмиссии финансовых организаций				Эмиссии нефинансовых организаций				Все эмиссии			
		Кол-во выпусков	В % от кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от объема выпусков	Кол-во выпусков	В % от кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от объема выпусков	Кол-во выпусков	В % от кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от объема выпусков
1999 год	меньше 100 млн. руб.	1	100,00%	1 000	100,00%	4	40,00%	112 985	0,89%	5	45,45%	113 985	0,90%
	от 101 до 300 млн. руб.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	более 1 000 млн. руб.	0	0,00%	0	0,00%	6	60,00%	12 514 000	99,09%	6	54,55%	12 514 000	99,10%
2000 год	меньше 100 млн. руб.	1	7,69%	1 000	0,01%	16	48,48%	559 496	2,74%	17	36,96%	560 496	1,69%
	от 101 до 300 млн. руб.	3	23,08%	480 000	3,76%	3	9,09%	416 639	2,04%	6	13,04%	896 639	2,70%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	5	38,46%	2 800 000	21,91%	8	24,24%	5 563 830	27,22%	13	28,26%	8 363 830	25,18%
	более 1 000 млн. руб.	4	30,77%	9 500 000	74,33%	6	18,18%	13 900 000	68,00%	10	21,74%	23 400 000	70,44%
2001 год	меньше 100 млн. руб.	2	12,50%	199 000	2,04%	26	44,07%	561 899	2,68%	28	37,33%	760 899	2,48%
	от 101 до 300 млн. руб.	5	31,25%	900 000	9,23%	13	22,03%	2 440 000	11,63%	18	24,00%	3 340 000	10,87%

²² В соответствии с данными Бюллетеня банковской статистики № 11 (126) – www.cbr.ru

²³ Там же

²⁴ Рассчитано на основании параметров выпусков корпоративных облигаций, размещенных в 2003 г. Объем средств, привлеченных на срок менее 1 года – 0,02%

²⁵ Воробьева З. Рынок корпоративных облигаций России 1999 – 2002 гг. // Банковское дело в Москве - 2002, № 6. С.28

	от 301 до 1 000 млн. руб.	7	43,75%	4 650 000	47,70%	17	28,81%	9 980 000	47,56%	24	32,00%	14 630 000	47,61%
	более 1 000 млн. руб.	2	12,50%	4 000 000	41,03%	3	5,08%	8 000 000	38,13%	5	6,67%	12 000 000	39,05%
2002 год	меньше 100 млн. руб.	3	9,38%	230 000	1,66%	14	20,59%	579 490	1,39%	17	17,00%	809 490	1,46%
	от 101 до 300 млн. руб.	18	56,25%	3 795 000	27,45%	20	29,41%	4 075 000	9,77%	38	38,00%	7 870 000	14,17%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	8	25,00%	5 900 000	42,68%	27	39,71%	18 050 000	43,28%	35	35,00%	23 950 000	43,13%
	более 1 000 млн. руб.	3	9,38%	3 900 000	28,21%	7	10,29%	19 000 000	45,56%	10	10,00%	22 900 000	41,24%
2003 год	меньше 100 млн. руб.	2	14,29%	65 000	0,75%	7	10,29%	419 990	0,63%	9	10,98%	484 990	0,65%
	от 101 до 300 млн. руб.	2	16,67%	500 000	5,74%	8	11,76%	2 010 000	3,03%	10	12,20%	2 510 000	3,34%
	от 301 до 1 000 млн. руб.	8	57,14%	5 070 000	58,24%	34	50,00%	23 140 000	34,85%	42	51,22%	28 210 000	37,56%
	более 1 000 млн. руб.	2	14,29%	3 070 000	35,27%	19	27,94%	40 830 000	61,49%	21	25,61%	43 900 000	58,45%

В целом за период 2000 – 2003 гг. можно констатировать существенное укрупнение выпусков облигаций, что особенно ярко проявилось в эмиссиях нефинансовых организаций. Существенно возросла доля крупных выпусков (именуемых рыночными за счет возможности организации ликвидного вторичного рынка): с 42,42% от общего количества выпусков в 2000 г. до 77,94% в 2003 г., при этом доля мелких выпусков (до 100 млн. руб.) существенно снизилась: с 48,48% до 10,29%, соответственно.

В 2003 г. существенно изменилась соотношение суммарных объемов крупных (от 301 млн. руб. до 1 000 млн. руб.) и сверхкрупных (более 1 000 млн. руб.). Если в 2001 – 2002 гг. доля таких выпусков в стоимостном объеме зарегистрированных эмиссий была приблизительно равной, то в 2003 г. фактически был повтор ситуации 2000 г., когда доля сверхкрупных выпусков приблизительно в 2 раза превосходила долю крупных: 68,00% и 27,22% в 2000 г. и 61,49% и 34,85% в 2003 г.

В целом за период 2000 – 2003 гг. с развитием организованного рынка облигаций основной тенденцией стала стандартизация параметров эмиссии в части объема и срока обращения: так стандартными сроками к 2003 г. стали 2 и 3 года, а объемами эмиссии 500, 1 000, 1 500 млн. руб.

Отраслевая структура рынка корпоративных облигаций

С точки зрения отраслевой структуры эмиссий корпоративных облигаций за период 1999 – 2000 гг. рынок претерпевал определенные изменения. Динамика отражена в **таблице 1.16**.

Если для 1999 – 2000 гг. характерной особенностью была достаточно высокая концентрация ресурсов в лидирующей отрасли с тенденцией к снижению (в 1999 г. 67,09% от объема зарегистрированных выпусков приходилось на эмиссии предприятий нефтегазодобычи, 23,78% - на энергетику; в 2000 г. 39% - энергетика, 19,85% - нефтегазовая отрасль и 16,81% - машиностроение, в 2001 г. 45% - нефтегазодобыча), то к 2003 г. распределение ресурсов стало более равномерным.

Дополнительной тенденцией периода, свидетельствующей о развитии рынка корпоративных облигаций, стало расширение отраслевого состава эмитентов, а также рост доли выпусков предприятий легкой промышленности как в количестве, так и в стоимостном объеме зарегистрированных выпусков.

Еще одной особенностью 2003 г. стало резкое изменение соотношение объемов выпусков финансовых и нефинансовых организаций, если в 2000 – 2001 гг. соотношение сохранялось на уровне 1:2, то в 2002 г. оно составило 1:3, а в 2003 г. в результате сокращения объемов выпусков первых при существенном росте объемов выпусков вторых соотношение составило – 1:7,5.

Отраслевая структура эмиссий корпоративных облигаций

	Отрасль	Кол-во выпусков	В % от общего кол-ва выпусков	Объем выпусков, тыс. руб.	В % от общего объема
1999 год	Добыча	0	0,00%	0	0,00%
	Машиностроение	0	0,00%	0	0,00%
	Металлургия	0	0,00%	0	0,00%
	Нефть и газ	4	40,00%	8 464 000	67,03%
	Пищевая промышленность	0	0,00%	0	0,00%
	Строительство	1	10,00%	1 050 000	8,32%
	Телекоммуникации и связь	2	20,00%	42 978	0,34%
	Транспорт	0	0,00%	0	0,00%
	Энергетика	1	10,00%	3 000 000	23,76%
	Прочие	2	20,00%	70 007	0,55%
	Всего нефинансовый сектор	10	100,00%	12 626 985	100,00%
Финансовые компании	1	100,00%	1 000	100,00%	
2000 год	Добыча	4	13,33%	2 500 000	12,35%
	Машиностроение	1	3,33%	1 000	0,00%
	Металлургия	11	36,67%	3 403 830	16,81%
	Нефть и газ	2	6,67%	4 020 000	19,85%
	Пищевая промышленность	1	3,33%	700	0,00%
	Строительство	0	0,00%	0	0,00%
	Телекоммуникации и связь	6	20,00%	925 000	4,57%
	Транспорт	0	0,00%	0	0,00%
	Энергетика	4	13,33%	7 900 000	39,01%
	Прочие	1	3,33%	1 500 000	7,41%
	Всего нефинансовый сектор	30	100,00%	20 250 530	100,00%
Финансовые компании	13	100,00%	12 781 000	100,00%	
2001 год	Добыча	4	6,90%	2 200 000	10,49%
	Машиностроение	5	8,62%	1 310 000	6,24%
	Металлургия	10	17,24%	2 380 000	11,35%
	Нефть и газ	7	12,07%	9 550 000	45,53%
	Пищевая промышленность	9	15,52%	2 035 999	9,71%
	Строительство	3	5,17%	34 400	0,16%
	Телекоммуникации и связь	13	22,41%	1 775 000	8,46%
	Транспорт	2	3,45%	614 000	2,93%
	Энергетика	2	3,45%	1 000 000	4,77%
	Прочие	3	5,17%	77 500	0,37%
	Всего нефинансовый сектор	58	100,00%	20 976 899	100,00%
Финансовые компании	16	100,00%	9 749 000	100,00%	
2002 год	Добыча	13	18,84%	5 700 000	13,47%
	Машиностроение	7	10,14%	3 915 500	9,26%
	Металлургия	7	10,14%	6 650 000	15,72%
	Нефть и газ	7	10,14%	9 800 000	23,17%
	Пищевая промышленность	4	5,80%	750 000	1,77%
	Строительство	4	5,80%	382 000	0,90%
	Телекоммуникации и связь	9	13,04%	4 133 000	9,77%
	Транспорт	2	2,90%	1 500 000	3,55%
	Энергетика	5	7,25%	5 100 000	12,06%
	Прочие	11	15,94%	4 373 990	10,34%
	Всего нефинансовый сектор	69	100,00%	42 304 490	100,00%
Финансовые компании	32	100,00%	14 825 000	100,00%	
2003 год	Добыча	1	1,52%	600 000	0,92%
	Машиностроение	8	12,12%	5 150 000	7,89%
	Металлургия	7	10,61%	14 850 000	22,74%
	Нефть и газ	4	6,06%	4 750 000	7,27%
	Пищевая промышленность	18	27,27%	12 610 000	19,31%
	Строительство	1	1,52%	19 990	0,03%
	Телекоммуникации и связь	10	15,15%	16 030 000	24,55%
	Транспорт	2	3,03%	1 160 000	1,78%
	Энергетика	2	3,03%	1 900 000	2,91%
	Прочие	13	19,70%	8 230 000	12,60%
	Всего нефинансовый сектор	66	100,00%	65 299 990	100,00%
Финансовые компании	14	100,00%	8 705 000	100,00%	

По сравнению с показателями 2000 – 2002 гг. в 2003 г. существенно снизилась доля добывающих предприятий: был зарегистрирован всего 1 выпуск, тогда как за предыдущие годы доля выпусков этой отрасли в общем объеме привлеченных средств составляла от 10,5% до 13,5%.

При практически полном отсутствии эмитентов – представителей отрасли машиностроения на рынке корпоративных облигаций в 1999 – 2000 г., эта отрасль заняла

стабильные позиции в 2001 – 2003 гг. Доля этих выпусков в количестве зарегистрированных эмиссий выросла до 12,12% в 2003 г., а на их долю в стоимостном объеме зарегистрированных эмиссий приходилось от 6,24% до 9,26%.

Стабильно высокие позиции занимали эмитенты металлургической отрасли. За период 2000 – 2003 гг. их доля в общем количестве выпусков составляла от 10,14% (2002 г.) до 36,67% (в 2000 г.), а в общем объеме зарегистрированных выпусков от 11,35% (в 2001 г.) до 22,74% (в 2003 г.).

Существенно снизилась в 2003 г. доля лидировавших в 1999 – 2000 гг. предприятий нефти и газа (их доля составила менее 10%) и энергетики (2,91%).

Относительно устойчивой на протяжении 1999 – 2003 гг. оставалась доля компаний, относящихся к телекоммуникациям и связи – порядка 15 – 20% от общего количества зарегистрированных эмиссий, однако доля этих выпусков в общем объеме зарегистрированных эмиссий существенно возросла и в 2003 г. составила 24,55%.

Достаточно небольшой, но стабильной была доля выпусков транспортных компаний в общем количестве эмиссий – порядка 3% в 2001 – 2003 гг., доля этих выпусков в общем объеме зарегистрированных выпусков в эти годы также находилась в пределах 2 – 3%.

Существенно возросла доля выпусков предприятий пищевой промышленности, которая в 2003 г. составила 27,27% в общем количестве и 19,31% в общем объеме выпусков.

В зависимости от экономической ситуации в стране, изменений в законодательстве, в том числе в налоговой сфере, **предприятия осуществляли облигационные заимствования на различных условиях**, определивших **характерные черты этапов в развитии рынка корпоративных облигаций России**. И на каждом этапе развития и становления этого сегмента финансового рынка применялись методы и инструменты финансового инжиниринга, адекватные изменению макроэкономической ситуации в России, уровню внешних рисков, которые несут отечественные эмитенты.

Вторичные рынки корпоративных облигаций²⁶

Сложившаяся на практике концентрация до 99% размещений корпоративных облигаций на ММВБ имеет аналогичное «продолжение» и по объемам вторичного оборота корпоративных облигаций, например, в 2003 г. более 99% биржевого оборота (и по количеству сделок, и по их объемам) корпоративных облигаций пришлось на ММВБ. Ниже в **таблице 1.17** приведены данные по биржевому (ММВБ) и внебиржевому (НДЦ) обороту корпоративных облигаций за 4 квартала 2003 г. и 1-й квартал 2004 г.

Как видно из данных **таблицы 1.17**, квартальные объемы биржевого и внебиржевого оборота корпоративных облигаций отличаются лишь на 5-20%, а по количеству сделок на внебиржевом рынке их меньше на порядок, например, в 1-м квартале 2004 г. количество биржевых сделок составляло 32,6 тыс. шт., а внебиржевых – около 2,7 тыс. шт. Аналогичное соотношение между объемом и количеством сделок биржевого и внебиржевого оборота имеет место и на рынке региональных облигаций.

Таблица 1.17

Объемы биржевого (ММВБ) и внебиржевого (НДЦ) оборота корпоративных и региональных облигаций

Сегмент	1 квартал	2 квартал	3 квартал	4 квартал	1 квартал
---------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

²⁶ Статистический материал по вторичным рынкам корпоративных облигаций предоставлен Национальным депозитарным центром

рынка облигаций	2003 г.	2003 г.	2003 г.	2003 г.	2004 г.
Биржевой оборот (ММВБ), млрд. руб.					
Региональные облигации	31,622	23,335	17,734	66,687	99,832
Корпоративные облигации	46,642	67,117	81,951	100,768	114,380
Биржевые сделки (ММВБ), штук					
Региональные облигации	6 483	5 769	4 437	11 937	15 034
Корпоративные облигации	17 000	23 348	22 363	33 154	32 618
Внебиржевой оборот (НДЦ), млрд. руб.					
Региональные облигации	11,373	14,682	18,536	52,345	39,146
Корпоративные облигации	44,639	49,794	63,309	78,307	85,290
Внебиржевые сделки (НДЦ), штук					
Региональные облигации	455	335	501	991	838
Корпоративные облигации	1 776	1 839	2 061	2 579	2 681

Этапы развития рынка корпоративных облигаций

1 этап Докризисное стихийное развитие рынка

Характерные параметры эмиссий:

- товарная индексация или погашение в товарное форме;
- эмитенты: производители или предприятия добывающей отрасли;
- небольшое число эмитентов и выпусков;
- отсутствие организованного вторичного рынка.

Впервые в России облигации, сконструированные на основе финансового инжиниринга, возникли как ответ на высокую инфляцию и дефицит товаров. Предприятия, нуждавшиеся в привлечении инвестиционных средств, не могли использовать инструменты фондового рынка с фиксированной доходностью, поскольку инвесторы, готовые принять на себя риск изменения рыночных ставок, отсутствовали, а ставки по банковским кредитам являлись слишком высокими. При этом дефицит товаров побуждал потребителей искать новые (нетрадиционные) способы их приобретения.

Инструментом, удовлетворявшим потребности обеих сторон стали корпоративные облигации с включенным производным финансовым инструментом на товары, продукцию, ресурсы, производимые или добываемые самими заемщиками.

Наиболее известными выпусками этого этапа стали:

- контракты «Гермеса», привязанные к индексу цен на нефть (продукты нефтепереработки, лесоматериалы), являвшиеся суррогатами ценных бумаг (1992 г.);
- облигации АвтоВаза, привязанные к индексу цен на автомобили (1993 г.)²⁷;
- облигации нефтяной компании ОАО «Коминнефть» номиналом 0.25 т., 1 т. и 10 т. нефти, размещаемой в рублях в соответствии с оценкой стоимости указанного в номинале количества нефти при реализации на внутрисоссийском рынке (без учета

²⁷ Миркин Я. М. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 1995

НДС) в отпускных ценах АО «Коминнефть», действующих на день покупки облигации. Срок обращения 1 год (май 1994 г. – май 1995 г.). Облигации погашались по схеме «номинал плюс фиксированный годовой доход в размере 5%». Выплаты осуществлялись товарной продукцией или в денежной форме. При погашении в денежной форме расчет суммы производился на основе результатов фактической реализации нефти по отпускным ценам эмитента²⁸ и т.д.

Эти инструменты в полной мере отвечали основному принципу финансового инжиниринга – *предоставление возможности участия инвестору в росте доходов эмитента*. Однако другой важный принцип – *объективный и не зависящий от эмитента порядок определения стоимости инструмента финансового инжиниринга – не соблюдался*: в большинстве случаев в качестве параметра, по которому производилась индексация, использовались отпускные цены самого производителя, что могло приводить к значительным злоупотреблениям и искажениям.

На этом этапе основным методом финансового инжиниринга являлось *комбинирование*, которое применялось для конструирования таких параметров как *платность и способ погашения*. Фактически единственными инструментами финансового инжиниринга выступали *товарные фьючерсы*, исполнение которых могло быть проведено как в денежной, так и в классической товарной форме.

Поскольку эти облигации были ответом на массовый дефицит товаров, на крайне неустойчивое экономическое положение страны и предприятий, на гиперинфляцию, сделавшие невозможным прогнозирование процентных ставок, финансовый инжиниринг применялся для придания облигации характеристик кредита, погашаемого в товарной или денежной форме, как наиболее понятного для сторон финансового инструмента.

Включенные в структуру облигаций инструменты финансового инжиниринга – деривативы с товарным базисом – как таковые участниками рынка не рассматривались. Соответственно, не проводилось и анализа по оценке возможных рисков сторон, связанных с деривативами.

II этап – середина 1999 – середина 2000 гг. Ориентация на иностранных инвесторов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение инвестиционных средств нерезидентов;
- индексация купонных выплат и/или номинала в соответствии с изменением курса рубля против доллара США, что обеспечило рублевым облигациям фактически валютную доходность;
- срок обращения от 3-х до 5-ти лет с возможностью досрочного погашения;
- объем эмиссии от 450 до 3 000 млн. руб.;
- эмитенты – в основном крупнейшие предприятия нефтегазовой отрасли и энергетики.

Первые публичные размещения корпоративных облигаций начались с середины 1999 г. После объявления дефолта по государственным облигациям нерезидентам, чьи средства были заморожены на счетах типа «С», было разрешено покупать корпоративные облигации российских эмитентов.

Ориентация на привлечение средств нерезидентов, с одной стороны, и наличие значительной экспортной (валютной) выручки у крупнейших российских компаний, таких как ОАО «НК «ЛУКойл», ОАО «Газпром», ОАО «ТНК», РАО «ЕЭС России», с другой, а также значительное изменение курса рубля против доллара США обусловили формирование доходности облигаций. Так, объявленный в процентах от номинала

²⁸ Проспект эмиссии облигационного займа ОАО «Коминнефть» // «Экономика и жизнь». – 1994. - № 18. – С. 10.

размер купона и сам номинал при погашении по рублевым облигациям индексировались в зависимости от изменения курса рубля против доллара США, что позволяло инвесторам получать фактически валютную доходность и, тем самым, хеджировать валютный и отчасти страновой риски.

Характерной особенностью этого периода стало размещение купонных облигаций по цене ниже номинала (с дисконтом), что было связано с недостаточно высокой объявленной доходностью облигаций.

Другим важным параметром, сохраняющим свою актуальность и по настоящее время, стало предоставление возможности инвестору требовать досрочного погашения облигаций в заранее установленные сроки. Этот параметр позволял регулировать срок обращения облигаций и делать его короче по сравнению с установленным в проспекте облигаций.

Например, за счет предоставления инвестору возможности требовать досрочного погашения пятилетние облигации ОАО «ТНК» в восприятии их владельцев стали двухлетними, а трехлетний срок обращения ОАО СП «Тулачермет» и ООО «ГУТА-Инвест» был уменьшен до 1 года. Это служило дополнительным инструментом снижения рисков для инвесторов.

С другой стороны, такой вариант сокращения срока обращения был недостаточно удобен для эмитента, поскольку заранее невозможно было определить, какой объем денежных средств необходимо зарезервировать для выкупа облигаций, предъявленных к досрочному погашению. К тому же в дальнейшем эмитент не имел права продавать выкупленные облигации, и, соответственно, не мог рассчитывать даже на частичный возврат средств, потраченных на выкуп облигаций.

Такая структура займов активно применялась до середины 2000 г., доходность по ним колебалась в пределах 5 – 10%% годовых в валюте: 10 эмитентами было размещено 13 выпусков на общую сумму 23,697 млрд. руб. Всего таким вариантом формирования доходности до конца 2001 г. воспользовалось 16 эмитентов, разместивших 21 выпуск облигаций на сумму 32,3 млрд. руб.

В этой ситуации **основной концепцией финансового инжиниринга** на рынке облигаций оставалась **возможность инвестора участвовать в дополнительных доходах эмитента**, т.е. в тех доходах, который эмитент-экспортер, имевший валютную выручку, получал за счет изменения курса национальной валюты. Параллельно применялась и **концепция сегментирования рынка**: формирование структуры займа, максимально адекватной потребности иностранного инвестора.

Для достижения этого **основным инструментом** финансового инжиниринга в этот период стали **опционы на доллар США и на саму облигацию** (в части возможности инвестора представить инструмент к досрочному погашению). Был фактически открыт новый сегмент рынка ценных бумаг – организованный рынок корпоративных облигаций. Следует подчеркнуть отдельно, что новизна рынка, существенные риски посткризисного восстановления экономики способствовали тому, что эмитенты, размещая облигации, относимые к классу структурированных, продавали инвесторам и опционы, добровольно соглашаясь принять на себя дополнительные обязательства и, тем самым, риски.

В последствии (за период 2002 – 2003 гг.) двумя эмитентами было размещено 3 выпуска облигаций на общую сумму 1,35 млрд. руб., доходность которых была поставлена в зависимость от валюты, однако в структуре этих выпусков также применялись привязка к доходности рынка государственных ценных бумаг (ЗАО «Алроса»), выбор между валютной и рублевой доходностью, а также установление размера части купонов исполнительным органом эмитента (ОАО «Русский продукт»).

Валютная доходность также установлена по выпускам облигаций ОАО КБ «Московское ипотечное агентство» и третьему выпуску ОАО «Первая ипотечная компания».

III этап – март 2000 г. – март 2001 г. Ориентация на привлечение средств физических лиц.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств индивидуальных инвесторов;
- формирование доходности в зависимости от ставки по вкладам физических лиц в региональных отделениях Сбербанка РФ;
- срок обращения 1 – 3 года;
- объем эмиссии от 0,7 до 30 млн. руб.;
- эмитенты – региональные предприятия связи.

Характерной чертой облигационных выпусков этого периода стали эмиссии, рассчитанные на привлечение средств индивидуальных инвесторов, благодаря формированию доходности в зависимости от изменения ставки по вкладам физических лиц в региональных отделениях Сбербанка РФ. Как правило, в роли основного индикатора использовались ставки по пенсионным вкладам, которые традиционно выше иных ставок. Эта мера позволяла сформировать понятные для частных лиц параметры эмиссии, привлекательность которых обеспечивалась за счет предложения более высокого уровня дохода, чем по вкладам в Сбербанке.

Первым эмитентом, использовавшим такую структуру эмиссии, стало ОАО «Уралсвязьинформ». Его облигации, сроком обращения 1 год, имели купонный период, точно соответствовавший по длительности сроку вклада, на основании ставок по которому рассчитывался купонный доход, - 3 месяца. При расчете размера купонного дохода ставка по вкладу «Срочный пенсионный» Пермского банка Сбербанка РФ увеличивалась в 1,18 раз. Сходным механизмом формирования доходности обладали облигационные займы и других эмитентов.

Поскольку расчет делался в основном на средства физических лиц, объем эмиссий был значительно меньше: объем привлеченных средств для ОАО «Каравай» составил 700 тыс. руб., а максимальный объем выпуска был у ОАО «Казанская ГТС» – 30 000 тыс. руб.

Несколько иной порядок формирования доходности был выбран ОАО «АЛОЙЛ» – по этому выпуску облигаций размер купонного дохода определялся на базе ставки по срочному вкладу, плюс 9% годовых.

В целом 4 эмитентами было размещено 13 выпусков облигаций, доходность которых формировалась в зависимости от ставок по вкладам физических лиц в Сбербанке РФ, 10 из них – по закрытой подписке, общий объем привлеченных средств составил 120 млн. руб.

Поскольку эти займы были ориентированы в основном на привлечение средств населения, основой финансового инжиниринга облигаций на этом этапе стала **концепция сегментирования рынка**, реализация которой заключалась в формировании доходности с использованием **опционов на процентные ставки по вкладам физических лиц**. Этот инструмент действительно делал выпуск облигаций понятным для целевой группы инвесторов и, в сочетании отраслевой принадлежностью эмитентов, возможность дальнейшего развития бизнеса которых не вызывала сомнения даже у непрофессионалов, обеспечивал возможность привлечения инвестиционных средств населения. Однако один из важнейших принципов финансового инжиниринга: предоставление возможности получения дополнительного дохода инвесторов только в случае возникновения таких доходов у эмитента – не соблюдался, что в целом повышало кредитный риск.

Вторым методом финансового инжиниринга, применявшимся в указанных выпусках, была декомпозиция: 9 из 13 выпусков были зарегистрированы в один день, что позволяет предположить стремление эмитента остаться в компетенции регионального отделения ФКЦБ России.

Крупнейшим выпуском облигаций, доходность которого находилась в зависимости от ставки по банковскому вкладу, явилась эмиссия ООО «Альфафинанс», дочерней структуры ОАО «Альфа-банк», на сумму 1 млрд. руб., размещенная в середине 2002 г. Ставка купонов равна ставке по вкладу «Долгосрочный» банка-собственника, что напрямую не соответствует указанному выше принципу финансового инжиниринга, однако обеспечивает возможность банка самостоятельно устанавливать стоимость долгового финансирования. Кредитный риск займа подобной структуры низок, однако здесь не соблюдается важнейший принцип финансового инжиниринга – отсутствие возможности эмитента влиять на показатели базисного актива дериватива, включенного в структуру облигации.

IV этап – сентябрь 2000 – апрель 2002 гг. Ориентация на привлечение средств финансовых институтов.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств финансовых институтов;
- формирование доходности в зависимости от ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ;
- срок обращения 1 – 3 года;
- использование оферт на досрочный выкуп, корректирующих как срок обращения, так и доходность инструмента;
- объем эмиссии от 30 до 2 000 млн. руб.;
- эмитенты – широкий круг предприятий.

Дополнительная тенденция:

- использование облигаций для реоформления задолженности в акционерный капитал.

К концу 2000 г. ситуация на финансовых рынках России стабилизировалась. Намечилась тенденция к противоположной динамике курса рубля против доллара США, с одной стороны, и ставок доходности государственных ценных бумаг и ставки рефинансирования ЦБ РФ – с другой. То есть, используемые в качестве индикаторов странового риска показатели снижались при постоянном росте курса доллара.

Вместе с тем на рынок ценных бумаг стали выходить предприятия, не имевшие значительной валютной выручки. В совокупности эти факторы обеспечили переориентацию эмитентов с валютной индексации доходности облигаций на индексацию в зависимости от изменения ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности рынка ГКО-ОФЗ. Другим возможным фактором такого изменения порядка определения доходности стало активное использование российскими финансовыми институтами – коммерческими банками и инвестиционными компаниями – облигаций российских эмитентов в качестве инструмента инвестиций.

Таким вариантом формирования доходности воспользовались ОАО «МГТС» (текущая купонная доходность 13 – 14%% годовых, выпуск зарегистрирован 28.09.00 г.), ОАО «Аэрофлот – российские авиалинии» (купонная доходность на середину 2001 г. составляла 21% годовых, выпуск зарегистрирован 28.02.01 г.). У выпуска ОАО «Аэрофлот – РА» есть еще одна особенность, защищающая эмитента от неблагоприятного для него развития событий: в проспекте облигаций указана возможность эмитента отозвать облигации в дату выплаты первого купона в том

случае, если ставка второго купона превысит 25%, что фактически означает наличие в структуре заимствования принадлежащего эмитенту *кэп-опциона на саму облигацию*, помимо *опциона на процентную ставку*, в роли которой выступает ставка доходности государственных ценных бумаг.

В этот период эмитенты использовали 3 основных варианта формирования доходности:

1. *доходность формируется как доля ставки рефинансирования ЦБ РФ* (например, по двухгодичным облигациям ГУП «Таттелеком» размер ежеквартального купона выплачивается из расчета обеспечения годовой доходности инструмента на уровне ставки рефинансирования ЦБ РФ; по двухгодичным облигациям ОАО «Протон-ПМ» ежеквартальный купон выплачивается из расчета обеспечения годовой доходности на уровне 85% ставки рефинансирования ЦБ РФ);

2. *в зависимости от представлений участников рынка о соотношении рисков вложений в бумаги эмитента и государственные ценные бумаги* (например, при размещении облигаций ОАО «РИТЭК» и ОАО «Татнефть» на конкурсе путем сбора заявок от потенциальных приобретателей облигаций определялся размер первого купонного дохода, который соответствует мнению участников рынка о кредитоспособности эмитента; далее определялось соотношение первого купонного дохода и доходности рынка ГКО-ОФЗ; на основании этого соотношения и минимального параметра из ставки рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ определялись последующие купоны);

3. *использование доходности рынка ОФЗ в качестве ограничительного параметра, ниже которого доходность выпуска быть не могла* (например, размер первого купонного дохода 2-го выпуска облигаций ОАО «МГТС» определялась на конкурсе при первичном размещении (составила 21,95% годовых), а последующие ставки определяются эмитентом, но не могут быть ниже средней доходности рынка ОФЗ).

Еще одной характерной чертой этого периода стало сокращение срока обращения облигаций при увеличении количества купонов, т.е. текущие выплаты по облигациям стали чаще.

На этом этапе, как и на предыдущем, все также не соблюдался основной принцип финансового инжиниринга – участие инвестора в дополнительных доходах эмитента: стремление привлечь средства привело к формированию структуры займов, грозящей неплатежеспособностью эмитенту в случае повторения кризиса 1998 г. Однако в случае укрепления экономики страны в целом (что было реалистичным прогнозом того периода) неизбежное снижение ставки рефинансирования и доходности государственных бумаг, соответственно, означало и удешевление заимствования для эмитентов.

За этот период 18 эмитентами было размещено 35 выпусков облигаций, доходность которых в той или иной форме находилась в зависимости от ставки рефинансирования ЦБ РФ и / или доходности рынка ГКО-ОФЗ, на сумму порядка 15,4 млрд. руб. Всего до конца 2003 г. такими инструментами финансового инжиниринга воспользовались 23 эмитента, разместивших 40 выпусков на сумму 15,6 млрд. руб. Из их числа 13 выпусков на сумму 3,7 млрд. руб. разместило ЗАО «Алроса».

Среди финансовых структур деривативами на доходность ГКО-ОФЗ и ставку рефинансирования для формирования доходности собственных бумаг воспользовались только 2 эмитента: в феврале 2002 г. ОАО «Первая ипотечная компания» (2 выпуска,

суммарно 200 млн. руб.) и в декабре 2002 г. ОАО «Союзобщесбанк» (объем выпуска 200 млн. руб.), также применивший опцион – floor, гарантировавший доходность не ниже 10% годовых.

В этот период для управления сроком обращения облигаций начали использоваться оферты. Этот инструмент позволял не только виртуально сократить срок обращения облигации, но и скорректировать ее доходность путем выкупа купонной облигации в день выплаты очередного купона по цене выше или ниже номинала. Таким образом, помимо сокращения срока обращения облигаций и возможности их последующей реализации, оферта позволяет управлять доходностью.

Оферта, корректирующая срок обращения облигаций, использована ОАО «МГТС» (с одновременной корректировкой доходности: доходность по купонам составляет 13 – 14% годовых, с учетом оферты годовая доходность составляет порядка 20%, что находится на среднерыночном уровне).

Оферты, корректирующие доходность, были выставлены по облигациям ООО «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал» и первому выпуску облигаций АО «Ритэк». Выставление оферты во время размещения облигаций может способствовать повышению спроса на нее. Такой инструмент необходим эмитенту, если с момента утверждения проспекта облигаций конъюнктура рынка значительно изменилась и доходность выросла. Без использования корректирующей оферты размещение выпуска может быть под угрозой (в случае фиксированной цены размещения) или пройдет при условии глубокого дисконта, что не позволит эмитенту привлечь необходимый объем средств, а также значительно повысит стоимость заимствования, т.к. базой налога на операции с ценными бумагами является объем выпуска по номиналу.

В этот же период эмитентами Центрального федерального округа РФ использовались **выпуски облигаций, конвертируемых в акции**. Причиной этому послужил запрет прямого реоформления задолженности в акции. Эти выпуски не позволяли эмитентам привлекать «живые деньги», поскольку оплата производилась путем зачета встречного требования по договору займа или путем заключения договора о реструктуризации (новации) задолженности, однако позволяли при конвертации улучшить структуру баланса. Как правило, срок обращения облигаций был незначительным (до 2 месяцев), размещались облигации по номиналу и не предполагали периодических выплат. При этом варианты конвертации применялись различные: как «1 облигация в 1 акцию того же номинала», так и «1 облигация в 1 акцию значительного меньшего номинала). Объем эмиссии колебался в пределах 5 000 – 176 639 тыс. руб.

V этап – сентябрь – апрель 2002 – декабрь 2003 гг. Упрощение структуры и управление сроками.

Характерные параметры эмиссий:

- ориентация на привлечение средств широкого круга инвесторов;
 - преобладание фиксированного дохода;
 - установление одного или нескольких купонов на аукционе;
 - досрочное погашения и выкуп для управления рисками;
 - эмитенты – широкий круг предприятий.
- Дополнительная тенденция
- установление ставки купона уполномоченным органом эмитента.

Облигации с фиксированным доходом размещались в России с 1999 г. Однако до середины 2001 г. в силу общей нестабильности экономической ситуации в России, а

также процесса становления рынка корпоративных облигаций, когда инвесторам были необходимы дополнительные гарантии получения дохода, эти облигации использовались либо для мелких выпусков, размещаемых по закрытой подписке (ЗАО «Тульский оценщик», выпуск объемом 7 тыс. руб. зарегистрирован 24.09.99 г., частота выплаты купонного дохода 1 мес.), либо первоклассными заемщиками: ООО «Кредит Свисс Ферст Бостон Капитал», ОАО «ММК». Однако наиболее активно этот инструмент стал применяться именно на этом этапе, что свидетельствует о доверии участников у рынка. Инновация этого периода – **облигация со снижающейся ставкой (step-down bond)** – дополнительно подтверждает оптимистичность прогнозов большинства участников рынка относительно дальнейшего развития ситуации на финансовом рынке. Примерами облигаций со снижающейся ставкой служат выпуски ОАО «Меллянефть», ООО «Поспелихинская макаронная фабрика», ЗАО «Ист Лайн Хэндлинг».

Основным достоинством в этом случае является простота выпуска, т.е. инвестор заранее знает на получение какого объема денежных средств и в какие сроки он может рассчитывать. Также выпуск становится привлекательным в случае снижения рыночных ставок – это сегодняшняя ситуация на российском фондовом рынке. При этом новые инструменты имеют более низкую ставку дохода по сравнению с ранее выпущенными в обращение инструментами того же качества, в результате чего инвестор фактически получает дополнительную премию.

В то же время в случае ухудшения экономической ситуации, резкого роста процентных ставок, инвестор остается незащищенным – его доход фиксирован и расти не будет.

Всего 61 эмитентами было размещено 67 выпусков облигаций с фиксированным доходом на сумму 38, 93 млрд. руб.

Также состоялось 22 выпуска облигаций со снижающейся ставкой на сумму 15,555 млрд. руб., размещенных 22 эмитентами.

Проведение **аукциона по определению ставки купонного дохода** при фиксированной цене размещения облигации – результат финансового инжиниринга, направленного на снижение относительных затрат на привлечение средств (в плане уплачиваемого налога на операции с ценными бумагами). Кроме того, этот метод в наибольшей мере способствует установлению адекватной рыночным условиям и характеристикам займа ставки купонного дохода, а также упрощает структуру займа. Однако возможность точного построения денежных потоков, как у эмитента, так и у инвесторов (в отличие от фиксированного размера купонного дохода), отсутствует.

Наиболее часто аукцион (или конкурс) по определению ставки купонного дохода используется для определения ставки по первому купонному доходу, ставки по следующим купонам могут определяться следующими методами:

1. **Ставка, установленная для первого периода, фиксируется на весь срок обращения:** такой метод впервые применен ООО «Альфа-Эко М» (выпуск объемом 0,8 млрд. руб. зарегистрирован 20.09.2002 г.). По своим инвестиционным характеристикам облигация оказывается аналогом бумаги с фиксированной ставкой.

Разновидностью такого способа установления ставки купонного дохода стал модель, примененная ООО «Ресторанная Объединенная Сеть и Новейшие технологии Евроамериканского развития РЕСТОРАНТС». Ее особенностью является снижающаяся ставка, что достигается за счет последовательного уменьшения ставки, зафиксированной на аукционе. Это один из российских вариантов **step-down bond**.

2. **Ставки по остальным купонам устанавливаются в численном выражении в решении о выпуске.** Как и в предыдущем случае, применялось 2 варианта: **фиксированная весь период ставка** (выпуски ОАО «Сиситема Финанс Инвестментс», ОАО «Каустик», ОАО «МГТС» и пр.) и **снижающаяся ставка** – формирование *step-down bond* (ООО «Финансовая компания «ЕвразХолдинг», ОАО «Концерн «Ижмаш», ОАО «Салаватнефтеоргсинтез» и пр.).
3. **Ставки по остальным купонам определяется уполномоченным органом эмитента.** Этим способом воспользовались 10 эмитентов, разместивших 10 выпусков на сумму 5,680 млрд. руб. (Более подробно установление ставки купонного дохода уполномоченным органом эмитента описано ниже).
4. **Ставки по остальным купонам определяются серией последовательных аукционов.** Примером могут служить облигации ОАО «Объединенные машиностроительные заводы», когда по первым 3-м купонам ставка определяется на аукционе при размещении, по 4 – 7 купонам – на аукционе в дату выплаты 3-го купона, а ставка по 8 – 14 купонам – на аукционе в дату выплаты 7-го. В данном случае инвестор не может прогнозировать доходы, генерируемые облигацией, начиная с 4-го купона. Также он, с высокой долей вероятности, не сможет получить премии к рыночным ставкам в случае их снижения, поскольку установленная в ходе аукциона ставка будет приближена к рыночной. Инвестор не будет защищен и от того, что в период действия определенной ставки купонного дохода финансовое положение эмитента ухудшится настолько, что ставка не будет адекватной сопутствующим рискам – т.е. недостаток аналогичный фиксированному купонному доходу. Однако такой способ, в отличие от случая, когда купонный доход остается неизменным, хотя бы частично защищает инвестора от неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка в целом или положения самого эмитента, поскольку в даты аукционов по определению размеров купонного дохода инвесторы самостоятельно определяют необходимые ставки доходности в соответствии с рыночными ставками и своими представлениями о рисках. При этом если в заявке, поданной владельцем облигаций, указана требуемая ставка доходности выше той, что определена на аукционе, эмитент выкупает облигации у этих владельцев.
5. **Ставка по остальным купонам ставится в зависимость от какого-либо показателя финансового рынка,** например доходности рынка ГКО – ОФЗ, при этом ставки, определенная на аукционе, позволяет задать адекватный представлениям инвесторов поправочный коэффициент для формализации такой зависимости. Такая структура применена ОАО «Аэрофлот» (выпуск зарегистрирован 22.02.01 г.). Всего таким способом воспользовались 11 эмитентов, разместивших 11 выпусков на сумму 7,180 млрд. руб. В их число вошел и **уникальный выпуск** ОАО «Вимм – Биль – Данн Продукты питания», ставка купонного дохода по которому устанавливается в зависимости от индекса потребительских цен.
6. **Комбинирование этих приемов.**

Размер одного или нескольких купонных доходов определяется решением Совета Директоров.

Это предполагает, что по всем или части купонов ставка инвесторам заранее известна не будет. Примером могут служить облигации Номос-банка, ОАО «Челябинский металлургический комбинат». Соответственно, инвестор, как и в предыдущем случае, лишается возможности точно прогнозировать размер получаемого дохода. Однако, в соответствии с действующим законодательством, если ставка купонного дохода определяется Советом директоров, эмитент обязан выкупить или погасить облигации по требованию их владельцев, т.е. инвестор может продать облигацию эмитенту или предъявить ее к погашению, в случае если установленный размер купонного дохода его не устроит. Это означает предоставление **опционов – колл** на облигации их держателям, как минимум, по количеству запланированных решений эмитента о назначении размера купонного дохода. Поскольку эмитент заинтересован в поддержании положительной публичной кредитной истории, а также в использовании привлеченных средств, в абсолютном большинстве случаев устанавливаемая ставка соответствует рыночным показателям по аналогичным инструментам. Соответственно, это исключает возможность эмитента получать премию в случае падения ставок, однако предотвращает потери в случае их роста.

Такой порядок ставит в принципиально иное положение эмитентов, делая их интересы при формировании структуры заимствования главенствующими. В то же время, именно в связи с отрицательными последствиями объявления ущемляющей интересы держателей облигаций ставки, можно предположить, что инвестор оказывается в определенной мере защищенным от влияния негативных тенденций на рынке (по сравнению с облигациями с фиксированным доходом).

Впервые определение купонного дохода эмитентом после регистрации решения о выпуске было предусмотрено ЗАО «Алроса» в январе 2001 г., однако настоящее распространение такие бумаги получили с середины 2003 г., причем в выпусках эмитентов второго и третьего эшелонов (средних промышленных компаний). Причем в абсолютном большинстве случаев размер первого купона определяется по таким облигациям на аукционе, что позволяет предприятиям оценить отношение инвесторов к их бумагам.

Всего такой способ формирования купонного дохода, в том числе и в комбинации с приведенными ранее методами, применен 37 эмитентами в 39 выпусках на сумму 35,57 млрд. руб., в том числе в комбинации с аукционом по ставке купонного дохода 25 эмитентами в 25 выпусках на сумму 26,14 млрд. руб.

В этот период оферты на выкуп по соглашению с инвесторами применялись наряду с возможностью досрочного погашения. Акцент в целевом назначении выкупа сместился в сторону управления сроком обращения, при этом по сравнению с предыдущим этапом, предусмотренная в эмиссионных документах возможность выкупа, на этапе размещения облигаций не всегда оформлялась офертой, превращаясь в дополнительную защитную меру на случай ухудшения конъюнктуры.

Дополнительной новацией стало предоставление держателям облигаций возможности **требовать досрочного погашения** в случаях существенных изменений в деятельности и структуре собственности как эмитента, так и поручителей.

Владельцы облигаций ОАО «Вимм-Билль-Данн Продукты питания» имеют право предъявить облигации к досрочному погашению в случаях существенного ухудшения финансово-экономического положения общества, просрочки в исполнении кредитных обязательств (снижение кредитных качеств эмитента, повышение риска неисполнения обязательств, в том числе по выпуску облигаций, значительные изменения в структуре управления компанией, приводящее к неопределенности дальнейшего развития предприятия).

Облигации ООО «МегаФон-Финанс», дочерней структуры одного из операторов сотовой связи, могут быть предъявлены к досрочному погашению в случае признания эмитента или поручителя банкротом, ликвидации эмитента или поручителя, а также просрочки выплаты купонного дохода. Облигации ООО «Нортгаз-финанс» позволяют их держателям требовать досрочного погашения в случае вывода активов и пр.

Единственным выпуском, предполагавшим возможность досрочного погашения по требованию эмитента, стала эмиссия ООО «Илим Палп Финанс».

Еще одной новацией периода стал выпуск нефинансовыми структурами *облигаций с амортизируемой суммой основного долга* (до этого такая структура применялась только ОАО «Первая ипотечная компания»). Пионерами стали ООО «Джей – Эф – Си Интернешнл» (погашение осуществляется: на 182-й день с даты размещения – 15% номинальной стоимости, на 364-й день – 15 % номинальной стоимости, на 728-й день – 70% номинальной стоимости) и ОАО «Нижнекамскнефтехим» (погашение осуществляется: на 912-й день с даты начала размещения – 25% номинальной стоимости, на 1095-й день – 25 % номинальной стоимости, на 1277-й день – 25% номинальной стоимости, на 1460-й день – 25 % номинальной стоимости).

Помимо облигаций с «традиционными» – для того или иного этапа развития рынка – параметрами в течение всего исследуемого периода на рынке обращались облигации, структура которых не стала столь популярной, как рассмотренные ранее примеры, – это *бескупонные облигации*.

Бескупонные облигации – это облигации, размещаемые по цене ниже номинала, по которым не предполагается выплат до погашения; погашение облигаций осуществляется по номиналу. При этом единственным источником дохода для инвестора становится разница между номиналом и ценой размещения. С одной стороны, такая структура выпуска достаточно проста для понимания инвесторов и, благодаря размещению на аукционе, фактически позволяет им сформировать требуемую доходность. С другой стороны, для эмитента этот выпуск менее привлекателен по сравнению с выпуском облигаций с одним купоном, выплачиваемым при погашении, поскольку налог на операции с ценными бумагами уплачивается с объема эмиссии по номиналу, а не по цене размещения, что делает привлечение средств путем выпуска дисконтных облигаций относительно более дорогим. Более того, налоговые особенности (с точки зрения эмитента) и отсутствие периодических платежей и возможности корректировки дохода (с точки зрения инвестора) позволяют использовать этот инструмент, в основном, для привлечения средств на короткий срок – до 1 года.

Однако по дисконтным облигациям годовая доходность, как правило, несколько ниже, чем по купонным. Это может быть вызвано более коротким сроком обращения (от 3-х месяцев до 1 года) и, соответственно, меньшими рисками.

Первым публичным размещением дисконтных облигаций стала серия выпусков ОАО «ММК», зарегистрированных 24.01.00 г., годовая доходность которых колебалась в пределах 18 – 32% годовых в зависимости от сроков обращения (от 110 до 200 дней). Уникальность этого выпуска составлял и тот факт, что инвесторам не была предоставлена возможность повлиять на доходность: облигации размещались под установленную Советом директоров эмитента доходность.

Для большинства выпусков бескупонных облигаций применялась традиционная модель – размещение на аукционе, подразумевающее, соответственно, самостоятельное установление доходности инвесторами. Такая структура облигационного займа применялась ОАО «РТК-ЛИЗИНГ», выпуск зарегистрирован 28.02.01 г., годовая доходность при размещении составила 18,78%. ФК «Рабо Инвест», 4 выпуска

зарегистрированы 22.06.01 г., годовая доходность при размещении – 14,5% годовых. При этом по купонным облигациям доходность в период начало – середина 2001 г. находилась в пределах 19 – 21%% годовых.

Всего за период до конца 2003 г. 14 эмитентов разместили 37 выпусков дисконтных облигаций на сумму 10,637 млрд. руб.

Перспективы развития рынка корпоративных облигаций

Тенденции, действующие на российском рынке корпоративных облигаций, соответствуют мировой тенденции в развитии финансового инжиниринга – переходе от применения его методов для повышения инвестиционной привлекательности продуктов к усилению его значения для управления рисками.

Динамика рынка корпоративных облигаций. Учитывая динамику развития этого сегмента финансового рынка в 1999 – 2003 гг. и предполагая, что высокие цены на российский экспорт и макроэкономическая стабильность сохранятся в среднесрочном периоде, возможно прогнозировать дальнейший рост количества размещаемых выпусков, начиная с апреля 2004 г., с сопутствующим ростом стоимостной емкости рынка (при этом темпы роста долговой массы, вероятнее всего, снизятся).

Существует вероятность того, что эмитенты второго эшелона, получившие опыт в привлечении средств на рынке ценных бумаг на основе выпуска корпоративных облигаций, сделают в ближайшем будущем акцент на новых эмиссиях акций, на IPO, предлагая рынку 10 – 15 % своих акционерных капиталов (привлечение свежих денег, создание нового сегмента рынка акций, рост капитализации компаний, получение более выгодных условий на рынках долговых заимствований).

В этой связи часть внутренних денежных ресурсов, до этого поступавших на рынок корпоративных облигаций, может быть перераспределена на рынок IPO, акций экспортных компаний второго эшелона (например, предприятий военного-промышленного комплекса, химической промышленности, транспортных услуг и т.п.).

Размеры выпусков облигаций. При установлении *объема выпуска* будет сохраняться тенденция к стандартизации, заключающаяся в установлении объемов, кратных 500 млн. руб., с преобладанием выпусков объемом 500 и 1 000 млн. руб. Доля выпусков объемом более 1 000 млн. руб. в ближайшие 3 года не будет превышать 30% общего количества выпусков. Вероятно сохранение доли крупных выпусков на уровне 50 – 60%, при этом прогнозируется небольшое повышение этого показателя в секторе эмиссий нефинансовых компаний. Предстоящее снижение налога на операции с ценными бумагами, а также активизация выпуска облигаций крупнейшими эмитентами может способствовать дальнейшему укрупнению объемов выпусков.

Сроки заимствования. При установлении *сроков заимствования* наиболее вероятно параллельное действие двух основных тенденций: сохранение роли среднесрочных заимствований и усиление роли долгосрочных выпусков.

Для первых вероятно включение в структуру опциона, позволяющего инвестору требовать досрочного погашения в случае существенного изменения положения заемщика (с превалированием факторов нефинансового характера: изменения в составе Совета директоров, изменение структуры собственности и т.д.). Будет привлекателен такой элемент эмиссий, как выкуп облигаций эмитентом с возможностью дальнейшего обращения. В более длительной перспективе для крупных среднесрочных выпусков вероятен отказ от такого способа модификации параметра сроков заимствования.

Для долгосрочных облигаций перспективным представляется использование опционов на выкуп и досрочное погашение, а также использование амортизации суммы основного долга.

В ближайшей перспективе возможно повышение доли краткосрочных выпусков, связанное с относительным удешевлением привлечения финансирования за счет резкого снижения налога на операции с ценными бумагами, особенно значимого для крупных выпусков.

Число эмитентов. Устойчивая тенденция к упрощению структуры среднесрочных заимствований (облигаций со сроком обращения 2 – 3 года) позволяет прогнозировать *дальнейшее расширение числа эмитентов* в целом, а также увеличение суммарной доли эмиссий предприятий, не относящихся к телекоммуникационной, энергетической и добывающим отраслям, например, предприятий легкой и химической промышленности, в общем количестве выпусков. Дополнительным стимулом расширения числа эмитентов станет снижение налога на операции с ценными бумагами.

Возможен выход на рынок представителей относительно «новых» для указанного сегмента рынка отраслей, например, строительной, что может повлечь изменения *в системе обеспечения облигаций*, а также *расширить ряд показателей – базисных активов деривативов, используемых при формировании доходности* (например, выпуск облигаций, доходность которых зависит от средней стоимости метра жилплощади и т.д.).

Формирование доходности. В области *формирования доходности* вероятны также две основные тенденции, связанные с ранее указанными изменениями: упрощение структуры среднесрочных заимствований, подразумевающее применение фиксированных ставок и ставок, определяемых на аукционе, а также усложнение структуры заимствований для усиления защиты от рисков, связанных с удлинением сроков займа до 5 – 7 лет, т.е. повышение роли деривативов на различные виды активов.

Для последних вероятно использование такой финансовой инновации, как применение *опционов collar* при определении доходности, т.е. введение одновременно как верхней, так и нижней границы доходности (напомним, ранее использовались только *опционы floor* и *cap*, ограничивающие нижнюю или верхнюю границы, соответственно).

В связи с высокими темпами развития рынка деривативов, возможна замена оферт самостоятельно обращающимися опционами, а также развитие рынка в направлении выпуска пакетных продуктов на основе облигаций.

1.4. Международная практика организации выпуска и обращения корпоративных облигаций²⁹

1.4.1. Иностранные рынки корпоративных облигаций: динамика и соотношение с рынками государственных заимствований

По данным, приводимым *Банком международных расчетов* (Базель), объем мировых рынков долговых инструментов (по сумме задолженности) составлял в 2000-2002 гг. 36-40 трлн.долл.

В 90-е годы темпы роста задолженности по ценным бумагам, хотя и уступали темпам роста капитализации акций, были также более высокими, чем темпы роста ВВП. За 1990-2001 гг. размеры общей мировой задолженности по ценным бумагам относительно ВВП выросли с 73% до 123% (*таблица 1.18*).

Таблица 1.18

Объем мировых рынков долговых ценных бумаг (общий объем задолженности на конец года, млрд.долл.)

Страна	1990 г.*	1995 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.**
Австралия	115	244	245	275	329	305	296
Великобритания	409	825	1074	1219	1393	1565	1690
Германия	995	2179	2124	2514	2511	2082	2215
Италия	1233	1619	1569	1695	1452	1345	1490
Испания	233	367	371	432	394	363	436
Канада	426	678	692	688	811	777	770
Нидерланды	170	370	369	429	676	734	931
США	7433	11078	12970	14598	16696	16118	17343
Франция	827	1483	1333	1493	1416	1332	1486
Швейцария	177	276	245	206	186	170	181
Швеция	202	386	359	346	334	286	251
Япония	2922	5307	4754	5198	6664	6432	6438
Прочие развитые	778	1418	1517	1873	1229	1864	1737
Все развитые	15920	26230	27622	30966	34091	33373	35264
Аргентина	21	68	111	128	140	154	120
Бразилия		227	343	433	319	356	328
Индия	73	102	120	125	133	140	128
Китай	34	107	147	212	214	276	342
Корея	96	255	178	293	318	351	327
Мексика	57	54	87	89	117	127	136
Россия****			74	39	28	70	65
Турция	9	34	55	52	64	69	88
Прочие формирующиеся	168	846	537	742	892	801	868
<i>Все формирующиеся</i>	458	1504	1652	2103	2225	2300	2402
Весь мир***	16378	27734	29274	33069	36316	35673	38049
В процентах к ВВП	73	96	99	113	120	114	123
Частные эмитенты	7543	10989	12213	14264	16967	16493	17779
В процентах к ВВП	34	38	41	49	56	53	57

*Бумаги внутреннего долга.

**Предварительные данные

***Включая бумаги международных организаций (382 млрд.долл. в конце 2000 г.)

²⁹ Материал подготовлен проф., д.э.н. Рубцовым Б.Б.

****Приводимые БМР данные по России отличаются от данных Министерства финансов РФ. По статистике БМР бумаги внутреннего долга России в 2000 г. составляли 9, внешнего 17 млрд.долл. Согласно данным Министерства финансов, задолженность по бумагам внутреннего долга в конце 2000 г. составляла 556 млрд.руб. (примерно 19 млрд.долл.), по бумагам внешнего долга – 54 млрд.долл., из которых на еврооблигации приходилось 36 млрд.долл. (см. www.minfin.ru). В первом случае отличие связано с тем, что БМР использует данные, предоставляемые Банком России, который определяет объем рынка бумаг внутреннего долга именно указанной цифрой, исключая, очевидно, бумаги, находящиеся у самого Банка России. Во втором случае разница связана с тем, что БМР в прошлом не рассматривал PRINs и IANs (бумаги, в которые была переоформлена задолженность банкам Лондонского клуба) как долговые бумаги и не учел их обмен на еврооблигации в августе 2000 г. В настоящей таблице данные по России по 1999 г. – БМР, за 2000-2001 гг. – Министерства финансов РФ, частные оценки. Вексельная задолженность не учитывалась.

Рост происходил за счет заметного повышения эмиссионной активности не только государства³⁰, но и частного сектора. Размеры всей частной задолженности относительно мирового ВВП выросли за тот же период с 34 до 57%. Снижение данных показателей в 2000 г. было связано в первую очередь с оздоровлением государственных финансов в США, Великобритании, Италии, Франции и Германии. Наступление экономического спада в развитых странах заставило правительства увеличить государственные расходы с одновременным сокращением налоговой нагрузки (США), что привело к новому росту государственных заимствований в форме выпуска облигаций.

Наиболее быстрыми темпами росла задолженность по бумагам, размещаемым на международном рынке капитала. Несмотря на то, что в связи с либерализацией финансовых рынков все большая часть бумаг внутреннего долга, т.е. изначально ориентированных на внутренний рынок, приобретает иностранными инвесторами, что означает на деле стирание различий между ними и международными ценными бумагами, существующая статистика и практика эмиссии выделяет две категории долговых бумаг (domestic bonds и international bonds). В конце 90-х годов доля бумаг внутреннего долга составляла примерно 88%, международных бумаг – 12%. В начале нового столетия удельный вес последних вырос почти до 20%.

Международные и внутренние рынки облигаций. Международные бумаги – те, которые размещаются на зарубежном для данного эмитента рынке. Большая часть подобных бумаг подпадает под определение «международные облигации» – international bonds.³¹ К ним относятся еврооблигации (eurobonds) и «зарубежные облигации» (foreign bonds).³² Основной массив (более 90% по стоимости) международных облигаций представлен еврооблигациями.

Как и в случае с рынком акций, подавляющая часть всей задолженности по ценным бумагам (примерно 97% в 1990 и 93% в 2001 г.) приходится на развитые страны. 95% задолженности приходится на облигации (долгосрочные, среднесрочные и краткосрочные), небольшая часть – на депозитные сертификаты и коммерческие бумаги (инструменты денежного рынка), доля которых, однако, не превышает в целом 5% (лишь в США она выше – 9%).

³⁰ В большинстве развитых стран рост задолженности остановился во второй половине 90-х годов. Исключение составила лишь Япония, экономика которой все десятилетие не могла преодолеть последствий кризиса 1990 г.. Сохраняющиеся проблемы реструктуризации и оздоровления финансового сектора потребовали, например, государственной поддержки на сотни миллиардов долларов. Эти средства были получены за счет выпуска государственных облигаций

³¹ В английском языке облигация может определяться двумя терминами: bond и note (а в британском английском - stock)

³² Зарубежные облигации размещаются на конкретном иностранном рынке в валюте данной страны по ее законодательству и при помощи андеррайтеров из этой страны (облигации янки, самурай, бульдог и т.п.). Еврооблигации размещаются с помощью международного синдиката андеррайтеров на нескольких рынках и сконструированы таким образом, что на них не распространяется национальное законодательство, т.е. они обращаются на своеобразном "наднациональном" или "экстерриториальном" рынке

Государственные и корпоративные эмитенты облигаций. В конце 90-х годов 41-44% всей мировой задолженности по ценным бумагам приходилось на частных (корпоративных³³) эмитентов и, соответственно, 56-59% - на государственных.

Однако за этими цифрами скрываются **заметные различия для отдельных государств.** Если для развитых рынков эта пропорция примерно одинакова для всех, то для формирующихся рынков она весьма различна. В некоторых странах главным эмитентом выступает частный сектор (Аргентина, Корея), в других доля государства превышает 80-90% (Турция, Индия, Венгрия).

В России большая часть задолженности по облигациям приходится на государственный сектор (а до 1999 г. практически полностью). (Правда, здесь не учитывается задолженность по векселям, которые в российских условиях нередко выполняют роль облигаций).

Тем не менее, рынок корпоративных облигаций в России развивается с 2000 г. быстрыми темпами. По мнению Я.М.Миркина, в силу ряда фундаментальных факторов и, прежде всего, структуры акционерной собственности, в России складывается модель, основанная на долговом, а не на долевым финансировании (как, впрочем, на большинстве формирующихся рынков). Поэтому при объективной потребности в привлечении внешних источников финансирования именно данный сегмент финансового рынка в России имеет наибольшие перспективы роста³⁴.

Постараемся дать более детальную характеристику составу эмитентов долговых бумаг. Он заметно различается по странам (см. **таблица 1.19**).

Картина, как мы видим, достаточно пестрая. В большинстве случаев ведущим эмитентом облигаций выступает государство (в широком значении слова). Под государственными бумагами (public sector securities) обычно понимаются бумаги, выпускаемые правительством и правительственными учреждениями и органами власти более низкого уровня (субъектами федерации, муниципалитетами и пр.).

Огромные масштабы эмиссии правительствами развитых стран связаны с хроническим дефицитом бюджета. Величина государственного долга относительно ВВП в развитых странах колеблется от 50 до 136% ВВП.

Правительственные ценные бумаги могут быть представлены ценными бумагами министерства финансов и правительственных учреждений. Доля последних заметно различается по странам. Наиболее крупный рынок ценных бумаг правительственных учреждений – в США. Речь идет прежде всего об организациях, связанных с ипотечным финансированием (GNMA, FNMA, FHLB, FHLMC). Некоторые из них, в частности, крупнейшая – FNMA, являются частными корпорациями с правительственными гарантиями. В 2001 г. задолженность по их ценным бумагам составляла почти 5 трлн.долл., что сопоставимо с задолженностью по ценным бумагам Японии³⁵.

Нецентральные органы власти непосредственно выступают крупными эмитентами в США, Канаде и Австралии. Общий объем задолженности нецентральных органов власти США в конце 2001 г. превышал 1,7 трлн.долл.³⁶, то есть был равен более 10% от общей задолженности по долговым инструментам американских эмитентов.

В ФРГ федеральные земли, традиционно пользующиеся большими правами, если исходить из данных об эмиссии ценных бумаг, не являются серьезными заемщиками. Однако это не так. Просто финансовые потребности правительств земель

³³ Здесь понятия корпоративные облигации и облигации частных эмитентов употребляются как синонимы. В статистических изданиях некоторых стран под корпоративными облигациями понимаются облигации нефинансовых компаний

³⁴ Миркин Я.М.. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблишер. - 2002. - С.211-231

³⁵ Financial Flow Accounts, 1995-2001. - Board of Governors of Federal Reserve. - Washington. - 2002. - March 7. - P.80 (www.federalreserve.gov)

³⁶ Ibid. - P.81

удовлетворяются за счет кредитов банков. А банки, в свою очередь, выступают основной группой эмитентов облигаций в ФРГ.

Доля нефинансовых компаний среди эмитентов облигаций также заметно различается: наиболее высокая – в США, Японии, Англии, Франции, низкая – в ФРГ, Италии. В ФРГ потребности в долгосрочном капитале нефинансовых компаний удовлетворяются за счет банковского кредита, источником которого в значительной мере являются ресурсы, привлеченные за счет выпуска облигаций банками.

Более существенно различается структура эмитентов в странах с “формирующимися” рынками. Как видно из *таблицы 2*, в этой группе есть страны, у которых практически все внутренние (domestic) ценные бумаги приходятся на государство (Польша, Турция), и одновременно есть ряд стран, где в качестве эмитентов преобладают частные институты (это характерно для азиатских “новых индустриальных стран”).

В России первые внутренние эмиссии облигаций частными компаниями стали осуществляться реально лишь с 1999 г. Тем не менее, этот сегмент фондового рынка развивается весьма динамично, причем это первый пример, когда российские предприятия действительно используют фондовый рынок для привлечения капитала. Ведь почти все эмиссии акций, осуществлявшиеся российскими акционерными обществами после приватизации, носили чисто технический характер и были связаны с переоценкой основных фондов.

Таблица 1.19

**Структура задолженности по ценным бумагам внутреннего долга
по видам эмитентов, конец года**

	Всего, млрд.долл			Государство, %			Финансовые институты, %			Нефинансовые компании, %		
	1998	2000	2001	1998	2000	2001	1998	2000	2001	1998	2000	2001
Всего*	28207	29395	30552	60	61	61	27	26	26	13	13	13
США	13095	14336	15378	56	56	55	27	28	29	17	17	16
Япония	5212	6329	5817	71	76	76	16	13	12	13	12	13
Германия	1997	1603	1496	43	43	46	56	56	52	0,5	1	2
Франция	1210	1006	1038	60	59	61	33	30	28	7	11	11
Великобритания**	853	852	921	55	49	45	32	32	31	13	19	24
Италия	1576	1213	1332	77	77	71	23	21	24	0,4	1	5
Канада	519	573	572	83	72	71	7	17	17	10	12	13
Испания	349	306	360	86	82	74	8	10	14	6	8	12
КНР	210	261	403	66	66	72	32	31	25	2	2	3
Индия	112	135	130	74	80	98	1	0,2	0,2	25	19	1,3
Бразилия	387	288	312	75	89	84	25	17	15	0,5	0,8	1
Мексика	37	69	88	78	80	85	8	6	5	14	13	10
Корея	240	304	293	21	28	26	36	33	33	43	40	41
Малайзия	62	63	83	37	38	39	24	7	8	39	54	53
Польша	29	31	44	100	100	100	-	-	-	-	-	-
Турция	38	48	85	100	100	100	-	-	-	-	-	-
Россия	28	22	21	100	98	95	-	-	-	-	2	5

*Сумма может не равняться 100 из-за округлений

**К бумагам внутреннего долга отнесены евростерлинговые облигации. Эмитентами выступают не только английские компании и банки, но и иностранные заемщики. Собственно на корпоративные (банковские и небанковские) облигации приходится не более 5% задолженности.

Рассчитано по: BIS Quarterly Review. Statistical Annex за разные годы (www.bis.org). Источники по России – Министерство финансов, частные оценки (без учета вексельной задолженности). Данные приведенной таблицы не являются полными и не учитывают ряд позиций. Например, по США в группу бумаг государственного сектора не попали нерыночные (не обращающиеся) ценные бумаги. Впрочем, именно в силу того, что эти инструменты не обращаются на рынке, информация о них обычно никогда и не включается в общие таблицы долговых бумаг.

1.4.2. Рынок корпоративных облигаций США

Объемы рынка

На корпоративные облигации в США в 2002 г. приходилась примерно пятая часть всего внутреннего долга, выраженного рыночными (обращающимися) ценными бумагами (*таблица 1.20*).

Около 70% всей задолженности по внутренним корпоративным облигациям приходилось на нефинансовые корпорации, остальное – на финансовые институты, среди которых ведущими эмитентами выступают финансовые компании и банки.

Таблица 1.20
Структура задолженности по долговым ценным бумагам США,
млрд. долл. *

Показатель	1980	1985	1990	1995	2000	2002
Корпоративные облигации	460	777	1350	1938	3372	3997
Рыночные облигации федерального правительства (казначейские обязательства)	658	1507	2093	3260	2993	3122
Облигации федеральных агентств	164	294	435	835	1853	2373
Бумаги, обеспеченные пулом закладных на недвижимость (MBS)	114	372	1333	2352	3565	4705
Муниципальные облигации	399	860	1184	1268	1481	1763
Коммерческие бумаги и банковские акцепты	164	359	610	701	1446	1348
Бумаги, основанные на активах (ABS)		1	90	316	1072	1543
Всего	1959	4170	7095	10670	15782	18851
<i>Для сравнения</i>						
<i>Стоимость акций национальных эмитентов</i>	<i>1454</i>	<i>2199</i>	<i>3231</i>	<i>7484</i>	<i>15395</i>	<i>10063</i>
<i>Депозиты в банках и наличные деньги</i>	<i>1949</i>	<i>3056</i>	<i>3831</i>	<i>3986</i>	<i>5326</i>	<i>6231</i>

*Составлено по: Bond Market Association (www.bondmarkets.com); Financial Flow Accounts of the United States. Annual Flows and Outstandings 1995 – 2002, pp.76-82 <http://www.federalreserve.gov>; Treasury Bulletin. March, 2003, p.24-30 www.ustreas.gov; U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States: 2001, p.310 www.census.gov

Выпуск корпорациями долговых инструментов регулируется рядом нормативных документов. Основными нормативными актами выступают Единообразный торговый кодекс (Uniform Commercial Code) и Закон о доверительном контракте 1939 г. (Trust Indenture Act).

Виды и условия выпуска корпоративных облигаций

С точки зрения *отраслевой классификации* корпоративные *облигации (bonds)* в США делятся на 5 основных видов: 1) предприятий коммунального хозяйства (public utilities), 2) транспортных компаний (transportation companies), 3) промышленных компаний (industrial corporations), 4) финансовых компаний (financial companies), 5) конгломератов (conglomerates).

По *срокам* к краткосрочным корпоративным облигациям относятся инструменты со сроком до погашения менее 5 лет, среднесрочным – от 5 до 12 и долгосрочным – свыше 12 лет³⁷.

С точки зрения *обеспечения* облигации (bonds) делятся на *обеспеченные (secured)* и *необеспеченные (unsecured)*. В первом случае, если корпорация оказывается не в состоянии выполнить свои обязательства перед инвесторами, они

³⁷ Классификация Ассоциации участников рынка облигаций (The Bond Market Association) www.bondmarkets.com

могут обратить свои требования на конкретное имущество корпорации, служащее обеспечением (залогом).

В случае банкротства корпорации *доверенное лицо* (см. ниже) вступает во владение залоговыми активами от имени владельцев облигаций. В обязанность доверенного лица входит продажа залога и распределение выручки между владельцами облигаций.

Обеспеченные облигации в США принято классифицировать на основе конкретного вида активов, служащих обеспечением.

Облигации, обеспеченные недвижимостью (*mortgage bonds*)³⁸. Эти облигации обеспечены землей и зданиями. Корпорация может выпускать первозакладные и вторичнозакладные облигации, обеспеченные тем же имуществом. Соответственно инвесторы могут иметь первое или старшее *право удержания имущества (lien)* и второе или младшее право. Для защиты инвесторов предусматривается, что общая стоимость выпущенных облигаций не должна превышать стоимости залога. Такие облигации часто выпускают компании коммунального хозяйства (*utilities*).

Корпоративные облигации, обеспечением которых служит какое-то оборудование, носят название *equipment trust certificates*. Обычно они выпускаются транспортными компаниями и обеспечены подвижным составом или самолетами. Эти облигации считаются высоконадежными инвестициями, поскольку погашение облигаций осуществляется раньше, чем происходит полная амортизация оборудования. Тем самым в любой момент в случае банкротства эмитента стоимость оборудования достаточна для компенсации владельцев облигаций.

В некоторых случаях обеспечением могут служить имеющиеся у эмитента ценные бумаги (обычно акции) других корпораций. Подобные облигации получили название *collateral trust bonds*. Как правило, в качестве обеспечения выступают акции дочерних компаний.

Облигации корпораций, не имеющие какого-либо конкретного обеспечения, носят в США название «*debentures*»³⁹.

Некоторые корпоративные облигации предоставляют инвесторам право конвертировать их облигации в акции компании эмитента (*конвертируемые облигации – convertible bonds*). Право конверсии фиксируется условиями выпуска и может быть реализовано либо в любое время, либо в обусловленные периоды.

Выпуск конвертируемых облигаций позволяет корпорации привлечь ресурсы под более низкую, по сравнению с обычным выпуском, процентную ставку. Инвестор рассчитывает выиграть от конверсии в акции, если их рыночная цена превысит цену конверсии. Кроме того, по сравнению с владельцами обыкновенных акций, у него есть преимущество в погашении задолженности в случае банкротства.

Большинство конвертируемых облигаций имеют такую черту, как *право досрочного отзыва эмитентом* (со встроенным опционом «кол») – *callable bonds*). Это позволяет эмитенту погасить собственные облигации, уплатив небольшую премию, в случае, если рыночная цена слишком сильно отрывается от цены конверсии.

Встречаются также облигации со встроенным опционом «пут» – когда инвестор имеет право досрочного погашения облигаций в установленные периоды времени.

Иногда корпорации выпускают облигации, конвертируемые в акции какой-то иной компании (обмениваемые облигации (*exchangeable debentures*)).

Иногда выплата процентов и основной суммы долга гарантируется другой корпорацией. Такие облигации носят название «гарантированных» (*guaranteed bonds*). Типичный вид гарантии – гарантия материнской компании по облигационному выпуску дочерней корпорации.

³⁸ Не путать с mortgage-backed security

³⁹ В Великобритании значение этого слова прямо противоположное: облигации с обеспечением

Компании, находящиеся в процессе реорганизации (например, связанной с банкротством), выпускают т.наз доходные облигации (*income bonds*). Эмитент обязуется погасить основную сумму долга по истечении срока облигации, но проценты выплачиваются лишь при условии наличия прибыли. Доходные облигации часто называют «перестроечными облигациями» (*adjustment bonds*).

Облигации с нулевым купоном (*zero-coupon bonds*) приносят доход владельцам в виде разницы между эмиссионной ценой и ценой погашения, как правило, равной номиналу. Регулярных процентных выплат по ним не производится. В целом подобные выпуски довольно редки.

В американской деловой печати очень часто встречается такое понятие, как «*мусорные*» или «*бросовые*» облигации (*junk bonds*). Под ними понимают спекулятивные облигации, имеющие высокую степень риска, но и обладающие высокой доходностью. К «мусорным» относятся, например, облигации, выпускаемые с целью поглощения другой корпорации.

Вставка

Быстрый рост торговли junk bonds приходится на 80-е годы. Рост популярности этих инструментов часто связывают с именем специалиста компании «Дрексел Бёрнэм Ламберт» Майкла Милкена – наиболее успешного оператора на рынке junk bonds. Имя последнего связано и с самым громким скандалом на фондовом рынке за послевоенный период. В 1990 г. за нарушение законов о ценных бумагах Милкен был приговорен к 10 годам тюремного заключения и штрафу в 400 млн.долл.

До начала 60-х годов в США имели некоторое распространение *облигации на предъявителя*, имевшие купоны, но подавляющее большинство облигаций являлись именными. С 1 июля 1983 г. все новые выпуски корпоративных облигаций только *именные*.

Номинал облигаций обычно кратен \$1000 и/или \$5000. Наиболее распространенный номинал корпоративных облигаций составляет в США \$1000.

По закону 1939 г. выпуск облигаций может состояться только при наличии специального *доверенного лица (trustee)*. В его роли выступает банк или доверительная (трастовая) компания, с которым (ой) эмитент заключает специальное соглашение. В его функции входит защита интересов инвесторов. В *облигационном соглашении (контракте – indenture)*, которое должно быть зарегистрировано в Комиссии по ценным бумагам и биржам США, вместе с проспектом эмиссии, перечислены основные обязательства эмитента и права владельцев облигаций. В частности, в нем могут оговариваться такие условия, как отношение задолженности эмитента к собственному капиталу, запрет на новые выпуски облигаций до погашения облигаций данного выпуска и т.п.

На защиту инвестора направлены и статьи о *негативном залоге (negative pledge)*. Эмитент облигации не должен предоставлять залогового обеспечения под свою любую другую задолженность без выделения по меньшей мере равного залогового обеспечения под данный облигационный выпуск.

Существует два основных вида доверительных контрактов: «*закрытый*» и «*открытый*» (*closed-end indenture, open-end indenture*). Закрытый контракт не разрешает корпорации выпускать новые облигации, обеспеченные теми же активами. Подобный тип контракта обеспечивает инвестору наибольшую защищенность.

«Открытый» контракт разрешает эмитенту выпускать новые облигации с тем же самым обеспечением. Однако в этом случае контракт обычно предусматривает, что новый выпуск может состояться лишь в том случае, если корпорация имеет определенный уровень рентабельности.

Организация первичного и вторичного рынков корпоративных облигаций

Первичный рынок. По Закону о ценных бумагах 1933 г. выпуск облигаций (долговых инструментов) на срок свыше 270 дней предусматривает обязательную регистрацию проспекта эмиссии в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Поскольку размещение ценных бумаг корпорацией на рынке – мероприятие эпизодическое и имеет свою специфику, с которой сам эмитент незнаком, оно осуществляется практически всегда с помощью специализированной фирмы – компании по ценным бумагам (брокерско-дилерской фирмы). Обычно в США компании, занимающиеся операциями подобного рода, носят название инвестиционных банков. Инвестиционный банк выполняет роль посредника между эмитентом и инвесторами.

Обычно инвестиционный банк занимается распространением ценных бумаг на условиях андеррайтинга. В чистом виде под **андеррайтингом (underwriting)** понимается принятие инвестиционным банком обязательства (или выдача гарантий) выкупить весь выпуск или нереализованную часть выпуска по согласованной с эмитентом цене. Если в силу каких-то причин реализация ценных бумаг проходит плохо, именно андеррайтер, а не эмитент, несет убытки. Более широкое значение термина «андеррайтинг» – процедура вывода ценных бумаг эмитента инвестиционным банком на рынок.

Довольно часто в американской литературе встречается понятие **«андеррайтинг на условиях лучших усилий» (best effort underwriting)**. Строго говоря, в данном случае речь идет не об андеррайтинге, как гарантировании размещения, а об обязательстве приложить все усилия для продажи ценных бумаг эмитента. Обычно инвестиционные банки берутся за размещение на этих условиях ценных бумаг небольших компаний. В целом же основной метод – принятие твердых обязательств.

Практически никогда инвестиционный банк, с которым компания-эмитент договаривается о продаже своих ценных бумаг, не работает в одиночку. Всегда образуется синдикат андеррайтеров, насчитывающий до нескольких десятков членов, в котором существует главный андеррайтер – инвестиционный банк, с которым эмитент договаривается об условиях выпуска.

Андеррайтинг может производиться **на конкурсной основе (competitive bid basis)**, когда эмитент предлагает нескольким синдикатам андеррайтеров передать свои предложения и отбирает то, где указывается самая высокая цена, либо непосредственно согласовывает условия выпуска с инвестиционным банком (**negotiated basis**).

Доход андеррайтера образуется за счет маржи или спреда (**spread**) между ценой реализации конечным инвесторам и ценой, которую получает эмитент. И та, и другая цена указаны в проспекте эмиссии.

На основании Закона о ценных бумагах 1933 г. практически любой выпуск корпоративных ценных бумаг, предлагаемых широкому кругу инвесторов (открытая подписка), производится лишь после регистрации этого выпуска в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Речь идет о **регистрационном заявлении (registration statement)** – документе, содержащем подробную информацию об эмитенте, о предстоящем выпуске и его целях, и **проспекте эмиссии (prospectus)** – кратком рекламном сообщении о предстоящем выпуске (по сути это регистрационное заявление в сжатом виде).

В обязанности андеррайтера в числе прочих входит и подготовка соответствующих документов в Комиссию. С момента подачи заявки на регистрацию до момента, когда ценные бумаги можно предлагать инвесторам, должно пройти не менее 20 дней (так называемый «охлаждающий период»). А если подсчитать все время

между принятием решения об эмиссии до начала размещения, то окажется, что вся процедура занимает в среднем два месяца.

Начиная с 1982 г. крупные корпорации, чьи акции котируются на биржах, на основе Правила 415 Комиссии по ценным бумагам и биржам имеют возможность единожды зарегистрировать выпуск, как бы положив его на полку (отсюда и название «*полочная регистрация*» – *shelf registration*), а реальную продажу производить по мере необходимости в течение 2 лет. Используя данную процедуру, компания имеет возможность выйти на рынок капитала в течение нескольких дней, а не недель или месяцев. Кроме того, заметно снижается андеррайтинговый спред. Если при традиционном размещении корпоративных облигаций величина спреда составляет от \$7,50 до \$8,75 на одну облигацию (номиналом \$1000), то при «полочной регистрации» он снижается до \$2-3. При выпуске акций традиционным методом издержки составляют 3-4% от выручки, при «полочной регистрации» они сокращаются до 2-3%. Неудивительно, что крупные корпорации в основном используют именно этот метод.

При распространении ценных бумаг среди ограниченного круга лиц – *частном размещении (private placement)* издержки намного меньше.

Финансовый рынок США характеризуется огромными масштабами привлечения капиталов предприятиями именно через фондовый рынок. С конца 90-х годов объем привлекаемый корпорациями средств превышает 2 трлн. долл. (*таблица 1.21*). В этом отношении финансовый рынок США заметно отличается от финансового рынка Германии и Японии, где основным источником внешних ресурсов, привлекаемых предприятиями, выступают банковские займы.

Таблица 1.21

Объем привлеченных финансовых ресурсов на рынке США с помощью выпуска акций и облигаций*

Годы	Всего Млрд.долл.	Публичное размещение (андеррайтинг)		Частное размещение	
		Млрд.долл.	%	Млрд.долл.	%
1985	218	138	63	80	37
1990	443	312	70	131	30
1995	857	722	84	134	16
1997	1684	1317	78	367	22
1999	2406	1960	81	447	19
2000	2334	1851	79	483	21

*Источник: Securities Industry Fact Book 2001, p. 12 (www.sia.com)

Большая часть (от 75 до 90%) привлекаемых на рынке средств путем публичной подписки на ценные бумаги (сопровожденные андеррайтингом) приходится на облигации, соответственно, от 25 до 10% - на акции (*таблица 1.22*).

Таблица 1.22

США: структура публичных корпоративных эмиссий, млрд.долл.

Годы	Всего	Облигации	Акции			Первое публичное размещение акций (IPO)*
			Привилегированные	Обыкновенные	Всего	
1980	57,6	41,6	3,2	12,8	16,0	1,4
1985	138,0	104,7	8,6	24,7	33,3	8,4
1990	312,3	288,4	4,7	19,2	23,9	4,5
1995	722,4	625,3	15,1	82,0	97,1	30,0
1997	1317,3	1163,9	33,3	120,2	153,4	43,2
1999	1959,8	1768,0	27,5	164,3	191,7	64,3
2000	1851,0	1646,6	15,4	189,1	204,5	75,8

*Без учета IPO, проводимых закрытыми инвестиционными компаниями. Источник: Securities Industry Fact Book 2001, p.24 (www.sia.com):

Данные **таблицы 1.22** свидетельствуют о постоянном росте заимствований на фондовом рынке (вплоть до 1999 г.). При этом следует иметь в виду и другой показатель – нетто-эмиссию ценных бумаг (эмиссия за вычетом погашаемых облигаций и выкупа акций, **таблица 1.23**). Начиная с 80-х годов нетто-эмиссия акций в США преимущественно имеет минусовый знак. За 21 год (1980-2000 гг.) положительное сальдо наблюдалось 7 раз, в то время как за 15 предшествующих – только один раз. Начиная с 1995 г. постоянно происходило превышение покупок корпорациями собственных акций по сравнению с новыми эмиссиями. С облигациями картина иная.

Таблица 1.23

Нетто-эмиссия акций и корпоративных облигаций в США, млрд.долл.*

Годы	Акции	Корпоративные облигации
1970	6	23
1980	15	36
1985	-71	143
1990	-46	123
1995	-16	344
1996	-6	357
1997	-84	422
1998	-173	550
1999	-27	455
2000	-117	392
2001	-47	670
2002	-40	516

*Источник: Securities Industry Fact Book 2001, p.21 (www.sia.com); Financial Flow Accounts of the United States. Annual Flows and Outstandings 1995-2002 pp.36-37 <http://www.federalreserve.gov>

Вторичный рынок. Некоторые корпоративные облигации имеют листинг на фондовых биржах, но большинство листинга не имеют и являются в США инструментами **внебиржевого рынка (OTC market)**. Впрочем, и сами листинговые облигации в основном продаются и покупаются вне бирж.

Согласно существующим в индустрии ценных бумаг США стандартам, разрыв между сделкой по облигациям и ее улаживанием или урегулированием расчетов (settlement) составляет (с 1995 г.) 3 рабочих дня (Т+3, ранее – 5, т.е. Т+5).

Проценты выплачиваются обычно два раза в год. Если владелец облигации продает ее в период между выплатой процентов, покупатель платит продавцу сумму, которая включает также и причитающиеся продавцу проценты – **накопленные проценты (accrued interest)**. Согласно действующим в США правилам (конвенции) начисленные проценты по корпоративным облигациям рассчитываются исходя из посылки, что число дней в году равно 360, а каждый месяц равен 30 дням. Сумма начисленных процентов исчисляется от даты последней выплаты до **даты улаживания сделки (settlement)**, не включая эту дату.

Вставка

Пример. 15 сентября инвестор приобретает корпоративную облигацию номиналом 10000 долл. с купонной ставкой 10% и сроком погашения 1 декабря 1998 г. За какой срок и какую сумму начисленных процентов должен заплатить инвестор?

Проценты выплачиваются за каждые шесть месяцев в зависимости от срока облигации. В нашем примере проценты выплачиваются 1 июня и 1 декабря. Начисленные проценты будут исчисляться с 1 июня.

При обычном сроке улаживания сделки по схеме T+3 датой урегулирования расчетов является 18 сентября (3 рабочих дня). Начисленные проценты должны исчисляться по дате урегулирования расчетов (но не включая ее).

Количество дней для расчета будет включать все дни июня, июля и августа (в каждом по 30 дней) плюс 17 день в сентябре. В общей сложности это составит 107 дней.

Общая сумма начисленных процентов, подлежащих уплате продавцу, составит $10000 \times 0,1 \times 107/360 = 297,22$ долл.

Проценты по корпоративным облигациям облагаются обычной налоговой ставкой (как и все регулярные доходы).

1.4.3. Корпоративные облигации в Японии

Объемы рынка

По своему объему рынок долговых ценных бумаг Японии уступает только США. Совокупный объем задолженности по ценным бумагам в 2002 г. превышал 6,5 трлн. долл. На долю государственных облигаций приходится свыше 60%, корпоративных небанковских – 10%, муниципальных и банковских по 7%, депозитных банковских сертификатов – 5% (таблица 1.24).

Таблица 1.24

Япония: задолженность по долговым инструментам, млрд. иен

Показатель	1985	1990	1995	2000	2002
Государственные и среднесрочные облигации	134431	166338	225185	367555	496664
Облигации с правительственной гарантией	16443	19594	21838	26355	
Казначейские векселя		7605	12799	33358	35295
Финансовые векселя правительства	13659	25505	25290	40197	43526
Муниципальные облигации	20764	19230	36225	52000	
Коммерческие бумаги				23719	23639
Корпоративные облигации обыкновенные	9461	11936	27316	53986	59925
Корпоративные облигации конвертируемые	4552	16091	19515	10884	н/д
Облигации с варрантом	109	1468	311	-	-
Облигации «самурай»	5423	5980	9948	7800	н/д
Банковские облигации процентные	28386	49204	49627	36139	н/д
Банковские облигации дисконтные	15129	18459	26454	12030	н/д
Депозитные сертификаты	9657	18860	24309	38504	30496
Итого	258014	360270	478817	702527	783000**

*Источник: база данных Банка Японии (Bank of Japan Statistics <http://www.boj.or.jp>); Japan Statistical Yearbook 2003 (www.stat.go.jp)

**Оценка

До 80-х годов выпуск облигаций (равно как и акций) играл относительно невысокую роль в финансировании японских корпораций. Потребности удовлетворялись почти исключительно за счет долгосрочных кредитов банков. В немалой степени это было связано с существовавшими многочисленными ограничениями на выпуск акций и облигаций компаниями. Внешний (международный)

рынок капиталов для японских компаний также был закрыт. В этих условиях для японских корпораций банки являлись единственным источником внешних финансовых ресурсов. Это подталкивало японские фирмы искать особо тесные связи с банками и явилось одной из причин формирования системы «*основных банков*» (*main bank system*). У населения также не было иного выхода, как держать все сбережения в форме банковских вкладов.

Ситуация начала изменяться, хотя и очень медленно и постепенно с конца 70-х годов, когда японское правительство приступило к дерегулированию финансовой системы. Первым шагом стало создание вторичного рынка государственных облигаций, затем постепенно дерегулирование коснулось рынка корпоративных облигаций и акций. Важным событием стало ослабление валютного контроля в 1980 г. (реформа Закона о валютных операциях и валютном контроле), а также открытие заграничных рынков капитала для японских корпораций в 1984 г. В 1987 г. появилась возможность выпуска коммерческих бумаг.

Таким образом, постепенно японские фирмы получили альтернативные банковскому кредиту способы мобилизации капитала. Многие крупные японские фирмы переориентировались с банков на иные источники капитала. Так, если в 70-е годы отношение банковского кредита к активам компаний обрабатывающей промышленности составляло 0,35, то в 1990-е гг. оно не превышало уже 0,15.⁴⁰

Начиная с 80-х годов происходит расширение эмиссий как акций, так и облигаций. И если кризис на рынке акций в 1990 г. привел к резкому снижению объемов их выпуска, то эмиссия корпоративных облигаций сохранила устойчивую тенденцию роста (*таблица 1.25*). Японские корпорации выступали крупными эмитентами на рынке еврооблигаций (данные по еврооблигациям не входят в таблицу).

Таблица 1.25

Первичное размещение ценных бумаг в Японии, млрд. иен*

Показатель	1992	1994	1999	2000	2001	2002
Акции	419	935	10090	1798	2066	1998
В т.ч. привилегированные	-	100	7012	137	228	1054
Государственные долгосрочные облигации	17861	22975	36133	27235	38415	31868
Государственные среднесрочные облигации	1529	5750	12734	28207	51525	57379
Государственные дисконтные обязательства	24497	27129	53182	50553	44030	48602
Муниципальные облигации	1027	1552	1998	2200	2290	2582
Облигации с правительственной гарантией	1852	2747	2966	4854	4815	4216
Корпоративные облигации	3010	2970	7498	8276	8610	7151
Прочие («самурай», конвертируемые и т.п.)	1715	4072	1463	2817	1832	920

*Источник: Stock Exchange Fact Book 2003, p.42-43 (www.tse.or.jp)

Виды корпоративных облигаций

Все японские облигации могут выпускаться как именные или предъявительские ценные бумаги.

⁴⁰ Takeo Hoshi. What Happened to Japanese Banks? Institute for Monetary and Economic Studies. Bank of Japan. Discussion Paper No. 2000-E-7, March 2000, P.6

Облигации банков (Kinu Sai). Выпуск банковских облигаций традиционно выступал важным способом привлечения ресурсов в первую очередь банками долгосрочного кредита, Банком Токио – Митсубиси, а также банками сельскохозяйственного кредита и кооперативными банками. Традиционно купонная ставка по этим облигациям устанавливалась по согласованию с министерством финансов.

Корпоративные облигации (Sha Sai). В Японии существуют весьма жесткие правила выпуска облигаций. Высокие требования предъявляются к состоянию баланса эмитента. Выпуски осуществляются только с доверенным лицом (как в США), которым выступает доверительный банк.

Прочие виды долговых инструментов. В этом качестве могут рассматриваться евроиеновые облигаций, облигации «Самурай», облигации «Даймио».

Евроиеновые облигации – облигации, выпущенные за пределами Японии, но выраженные в иенах. Евроиеновые облигации могут быть приобретены и японскими инвесторами (с определенными ограничениями). Проценты, как и по большинству еврооблигаций, выплачиваются раз в год. Расчеты осуществляются через международные депозитарно-клиринговые системы Евроклир или Клеарстрим.

Облигации «Самурай» – облигации, выпущенные в Японии иностранными заемщиками.

Облигации «Даймио» – облигации, выпущенные в Японии транснациональными корпорациями. Как и по еврооблигациям, расчеты по ним осуществляются через Евроклир или Клеарстрим, проценты выплачиваются раз в год.

Доходность облигаций

Данные о доходности корпоративных облигаций в Японии в сопоставлении с другими финансовыми инструментами приведены в *таблице 1.26*.

Таблица 1.26

Процентные ставки по основным финансовым инструментам Японии, % годовых, конец года*

Годы	Ставка рефинансирования (овернайт, без обеспечения)	Ставка по коммерческим бумагам	Доходность казначейских векселей	Доходность государственных 10-летних облигаций для подписчиков	Процентные банковские облигации (5 лет)	Корпоративные облигации (12 лет)
1983	6,25			7,69	7,12	7,49
1985	7,86			6,58	6,69	6,79
1990	8,25			6,8	6,85	6,86
1991	5,5			5,84	5,58	6,12
1993	3,84		1,7	3,47	2,38	4,06
1995	0,4	1,23	0,35	2,91	1,85	3,5
1996	0,38	0,52	0,3	2,75	1,72	3,12
1997	0,44	0,61	0,34	1,99	1,63	2,83
1998	0,34	0,66	0,38	0,97	1,93	3,02
1999	0,01	0,17	0,1	1,84	1,27	2,06
2000	0,22	0,23	0,45	1,66	1,26	2,00
2001	0,001	0,13	0,007	1,31	1,09	1,62
2002	0,001	0,10	0,003	1,01	0,4	1,14
2003 (май)	0,001	0,05	0,01	0,55	0,22	0,71

*Источник: база данных Банка Японии (Bank of Japan Statistics <http://www.boj.or.jp>)

1.4.4. Германская практика выпуска и обращения

корпоративных облигаций

Объемы рынка

Рынок облигаций ФРГ (по объему облигационной задолженности) является третьим в мире национальным рынком после США и Японии с объемом в 2-2,5 трлн. долл. США. Спецификой облигационного рынка Германии является абсолютное преобладание банковских облигаций в структуре задолженности и ничтожная доля облигаций промышленных компаний (см. *таблица 1.27*).

Таблица 1.27

**Структура внутренней облигационной задолженности ФРГ,
млрд. марок / евро (%)***

Показатель	1986		1990		1995		2000		2002	
	Млрд.	%	Млрд.	%	Млрд.	%	Млрд.	%	Млрд.	%
Всего**	1018	100	1459	100	2870	100	2265	100	2481	100
Банковские облигации**	686	67	901	62	1606	56	1446	64	1563	63
Именные облигации	6	0,6	11	0,8	14	0,5	4	0,2	3	0,1
Ипотечные пфандбрифы	144	14	138	9	215	7	144	6	156	6
Публичные пфандбрифы	361	35	370	25	724	25	685	30	649	26
Облигации специализированных кредитных организаций	65	6	155	11	222	8	157	7	222	9
Прочие банковские облигации	116	11	238	16	446	16	462	20	536	22
Облигации промышленных компаний	3	0,3	3	0,2	3	0,1	14	0,6	37	1,5
Государственные облигации	330	32	555	38	1261	44	806	36	882	35

*Источник: Deutsche Bundesbank Capital market statistics 2003. Statistical Supplement to the Monthly Report 2, p.26 (www.bundesbank.de). Задолженность по бумагам с номиналом в марках или евро. До конца 1998 г. цифры приводятся в марках, с 1999 г. – в евро. В конце 2002 г. задолженность по бумагам с номиналом в иных валютах составила 84 млрд. евро.

**Суммы могут не совпадать со слагаемыми из-за округлений.

Виды облигаций

Около 90% облигаций – *предъявительские*. Предъявительские облигации обращаются на биржах и на внебиржевом рынке. Именные облигации не имеют биржевой котировки и продаются только на внебиржевом (телефонном) рынке.

Банковские облигации. К числу банковских облигаций относятся в первую очередь так называемые пфандбрифы и собственно банковские облигации.

Пфандбрифы (Pfandbriefe). *Pfand* – залог, заклад; *Briefe* – письмо. Иными словами, если переводить дословно, залоговое письмо, закладное свидетельство или просто закладная. Изначально (в XVIII в.) пфандбриф и представлял собой закладную – документ, удостоверяющий право его владельца на имущество должника в случае неисполнения им его обязательства.

Однако на самом деле современный пфандбриф имеет с закладным свидетельством общего лишь то, что в основе их лежит ипотечное кредитование, т.е. кредитование под залог недвижимого имущества (да и то не всегда).

Пфандбрифы – облигации, выпускаемые немецкими ипотечными банками для финансирования операций с недвижимостью частным лицам и заемщикам общественного сектора (федеральному правительству, местным органам власти и муниципалитетам).

Обеспечением пфандбрифов служит либо первая закладная на недвижимость *Hypotheken-Pfandbriefe (ипотечные пфандбрифы)* или кредиты государственным органам - *Öffentliche Pfandbriefe (публичные пфандбрифы, ранее известные как Kommunalobligationen)*.

Пфандбриф – германский инструмент, либо не существующий в других странах (например в англосаксонских), либо существующий лишь в более или менее сходном виде (в Европе). Попытки перевести этот термин оказываются неудачными. Например, нередко пфандбриф переводят как ипотечная облигация. Но это не совсем верно в настоящее время. Из всего объема выпущенных пфандбрифов собственно на ипотечные пфандбрифы приходится только 19%, а остальные 81% - на публичные пфандбрифы (*табл. 10*).

Пфандбрифы в Германии могут выпускать 45 финансовых учреждений: 25 частных ипотечных банка (из них 23 – чисто ипотечные и 2 – смешанные), 18 государственных (Земельных) кредитных учреждений и 2 частных банка по ипотечному кредитованию судостроительных предприятий. *Доля частных ипотечных банков в выпуске пфандбрифов в целом составляет примерно 70%, в т.ч. ипотечных пфандбрифов – 80%*.

Ныне рынок пфандбрифов – это крупнейший сегмент рынка облигаций Германии, в отдельные годы превосходящий даже рынок облигаций федерального правительства. Это и крупнейший рынок облигаций в Европе, опережающий рынки государственных облигаций Италии, Германии, Франции и Великобритании. В конце 90-х он занимал 6-е место в мире после рынков государственных облигаций США, Японии, рынка ипотечных облигаций США, коммерческих бумаг США, муниципальных облигаций США.

Задолженность по пфандбрифам достигала в 2000 г. 1081 млрд. евро. (805 млрд. евро в конце 2002 г.). Это, соответственно 38% (32%) внутренней облигационной задолженности (национальных эмитентов). В обращении находится около 17 тыс. выпусков.

В середине 1995 г. на рынке появились так называемые *джамбо-пфандбрифы* (“слоновьи пфандбрифы” – Jumbo Pfandbriefe). Этот термин относится к выпускам на сумму не менее 0,5 млрд. евро. К марту 2000 г. задолженность по джамбо-пфандбрифам достигла 349 млрд. евро. Только за 1999 г. объем рынка джамбо-пфандбрифов вырос на 50%. Почти все джамбо-пфандбрифы (более 90%) – основаны на ссудах правительственным органам⁴¹.

Пфандбрифы выпускаются как в именной (1/4), так и предъявительской (3/4) форме. Большая часть облигаций может быть свободно конвертирована из предъявительских в именные и обратно.

Большая часть пфандбрифов имеет фиксированную ставку с выплатой процентного дохода раз в год.

Облигации выпускаются на срок от 1 до 10 лет. Наиболее распространены сроки в 3, 5 и 10 лет. Обычно погашение производится в конце срока разовым платежом, хотя изредка встречаются и отзывные выпуски. *Досрочное погашение не предусматривается* (в отличие от американских и английских MBS).

Пфандбрифы обычно имеют немного более высокую доходность по сравнению с государственными облигациями. В среднем за период 1988-1996 гг. спрэд составлял 18 базисных пунктов для облигаций сроком 5 лет и 22 базисных пунктов по облигациям сроком 10 лет. Спрэд по джамбо-пфандбрифам, как правило, меньше в связи с их более высокой ликвидностью.

Прочие банковские облигации (Inhaberschuldverreibungen) выпускаются, как правило, без обеспечения на срок от 2 до 10 лет.

⁴¹ The Pfandbrief The European Credit Benchmark. FACTS AND FIGURES. Association of German Mortgage Banks. Bonn, 2000 (www.pfandbrief.org)

Облигации нефинансовых компаний. Немецкие акционерные общества редко прибегают к выпуску облигаций. Если сразу после войны на них приходилось около 15% всех облигаций, то в дальнейшем их доля снизилась до 1% и меньше.

Доходность корпоративных облигаций

Доходность по облигациям федерального правительства или по пфандбрифам служит в Европе (особенно в зоне евро) в качестве эталонной (benchmark), т.е. используется при определении ставок доходности по прочим инструментам. Как и в большинстве развитых стран, за 90-е годы в связи со снижением темпов инфляции уровень процентных ставок заметно снизился (*таблица 1.28*).

Таблица 1.28
Среднегодовая доходность различных долговых инструментов Германии, % годовых*

Показатель	1990	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Все облигации	8,9	6,5	5,1	4,5	4,3	5,4	4,8	4,7	3,8
Все банковские облигации	9,0	6,5	5,0	4,5	4,3	5,6	4,9	4,7	3,8
Ипотечные пфандбрифы	9,0	6,6	5,1	4,5	4,3	5,6	4,9	4,7	3,8
Публичные пфандбрифы	9,0	6,5	5,0	4,5	4,3	5,5	4,8	4,7	3,7
Прочие банковские облигации	8,9	6,6	5,2	4,6	4,5	5,7	5,0	5,0	4,1
Облигации промышленных компаний	9,0	6,9	5,2	5,0	5,0	6,2	5,9	6,0	4,4
Государственные облигации	8,8	6,5	5,1	4,4	4,3	5,3	4,7	4,6	3,9
Государственные облигации, имеющие листинг, со сроком до погашения от 9 до 10 лет	8,7	6,9	5,6	4,6	4,5	5,3	4,8	4,8	4,1

*Источник: Deutsche Bundesbank Capital Market Statistics 2003. Statistical Supplement to the Monthly Report 2, p.36 (www.bundesbank.de). За 2003 г. – данные за август.

Организация рынка корпоративных облигаций в Германии

Все государственные облигации и большая часть банковских имеют листинг на биржах, однако торговля ими осуществляется в основном на внебиржевом (телефонном) рынке. Это особенно характерно для банковских облигаций. Непосредственно на торговую систему бирж проходит лишь 5% оборота (2000 г.)⁴².

Сделки, совершенные с облигациями на немецких биржах, подлежат исполнению (улаживанию) в течение двух рабочих дней после их заключения (T+2). В случае заключения сделки с иностранным контрагентом срок исполнения равен 3 дням (T+3).

Основными инвесторами на рынке немецких облигаций выступают банки (37% в 2001 г.). Следом за ними идут иностранные и местные институциональные инвесторы. Зарубежные институциональные инвесторы предпочитают государственные облигации. По данным Бундесбанка, в конце 2001 г. иностранцам принадлежало 27% всех немецких облигаций. Основными держателями банковских облигаций выступают сами банки⁴³.

Доля частных инвесторов (физических лиц) составляет примерно 13%, однако, по некоторым оценкам, она занижена, поскольку значительная часть облигаций приобретает в банках анонимно.

⁴² Правда, урегулирование все равно осуществляется через депозитарно-клиринговую систему биржи - Clearstream Banking AG (см. ниже)

⁴³ Deutsche Bundesbank Financial Accounts 1991-2001. Frankfurt/M, Sept. 2002, p.87

1.4.5. Корпоративные облигации в Великобритании

Объемы рынка

Размеры рынка внутренних корпоративных облигаций Великобритании по сравнению с другими развитыми странами невелики. В общем объеме задолженности по инструментам в фунтах стерлингов на корпоративные облигации приходится не более 5%.

Однако на самом деле ситуация с долговым финансированием при помощи выпуска облигаций иная. Большая часть корпоративных облигаций, выпускаемых английскими компаниями, размещается на рынке евробумаг в форме **евростерлинговых облигаций**. Английская статистика выделяет их в отдельную группу, не относя к категории внутренних облигаций (*domestic bonds*). Еще в начале 90-х доля английских эмитентов на рынке евростерлинговых облигаций составляла 80%. Ко второй половине 90-х она снизилась примерно до половины. Основными эмитентами евростерлинговых облигаций в Великобритании выступают крупнейшие банки, строительные общества и ведущие нефинансовые компании (*British Telecom, GlaxoSmithKline* и др.). Большая часть евростерлинговых облигаций – предъявительские ценные бумаги⁴⁴.

Виды и условия выпуска облигаций

Основным типом **внутренних (*domestic*) облигаций**, выпускаемых компаниями Великобритании, являются **обеспеченные облигации (*debentures*)**⁴⁵.

Обеспеченные облигации делятся на два вида: **обеспеченные определенными активами (*fixed charge debentures*)** и **обеспеченные всеми активами компании (*floating charge debentures*)**. В первом случае эмитент не имеет права продавать имущество, служащее обеспечением, во втором эмитент может свободно распоряжаться активами до того момента, когда возникает требование к компании (в случае банкротства). Отмеченная особенность отражается на последовательности удовлетворения требований в случае банкротства (изложено в Законе о несостоятельности – *Insolvency Act 1986*):

1) Облигации, обеспеченные определенными активами.

2) Преференциальные кредиторы (*preferential creditors*) (государство в лице налоговых органов).

3) Облигации, обеспеченные всеми активами компании.

4) Необеспеченные кредиторы.

Необеспеченные облигации (*unsecured loan stocks*)⁴⁶. За ними не стоит какое-либо имущество. Владельцы этих облигаций приравниваются к необеспеченным кредиторам.

Гарантированные облигации (*guaranteed loan stocks*) – необеспеченные облигации, гарантированные третьим лицом, обычно материнской компанией или компанией, принадлежащей к той же финансовой группе.

⁴⁴ The European Bond Markets. An Overview and Analysis for Issuers and Investors. Ed. By Battley N. L., 1997, p.1471-1481.

⁴⁵ Обратим внимание на то, что в США данный термин применяется по отношению к необеспеченным облигациям корпораций

⁴⁶ Обратим внимание читателя на то, что термин *stocks* используется в Англии в отношении облигаций, в то время как в США - акций

И обеспеченные, и необеспеченные облигации могут выпускаться с *фиксированной* или *плавающей процентной ставкой* (последнее больше распространено на рынке еврооблигаций).

И те, и другие могут быть *конвертируемыми* в акции эмитента. Большинство конвертируемых облигаций, выпускаемых английскими компаниями, выражены в долларах США и поступают на рынок евробумаг. Возможность конверсии наступает обычно сразу после эмиссии. Часто конвертируемые облигации выпускаются с условием их погашения по желанию эмитента (со встроенным кол-опционом – опционом на покупку). Право погашения обычно наступает с момента эмиссии. Конвертируемые облигации с кол-опционом сначала продаются с 3-5% премией.

Некоторые облигации выпускаются с пут-опционом (опционом на продажу), дающим право досрочного погашения владельцу облигации. Это право наступает, как правило, через достаточно длительный срок после эмиссии – примерно 5 лет.

Проценты по купонным облигациям выплачиваются обычно два раза в год.

Допускается выпуск облигаций с нулевым купоном, облигаций с глубоким дисконтом (*deep discount*). Под последними в Англии понимают облигации, выпускаемые по цене меньше 85% от номинала. Они могут быть как купонными, так и дисконтными.

Все выпуски облигаций осуществляются, как и в США, с заключением доверительного договора (*deed of trust*), за исполнением которого следит независимый попечитель/доверенное лицо (*trustee*). Облигации выпускаются как именные ценные бумаги (*registered*).

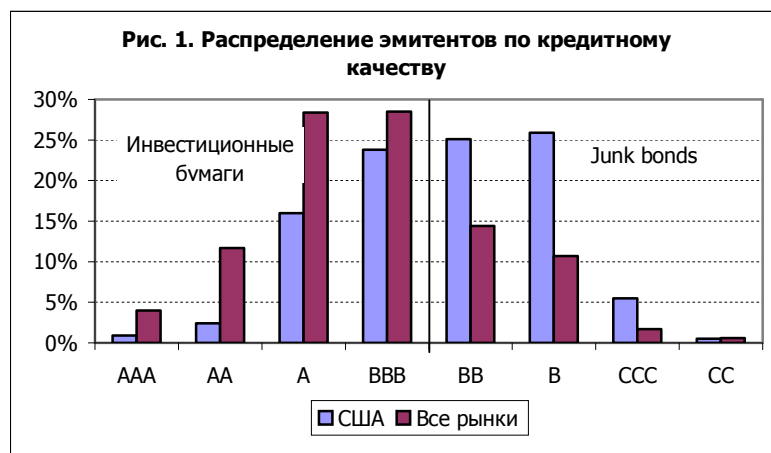
1.4.6. Рынки высокорискованных корпоративных облигаций: опыт организации и его значение для российской практики⁴⁷

Настоящий подпункт посвящен особенностям, связанным с сегментацией рынка корпоративных облигаций на «инвестиционные» и «не-инвестиционные» сегменты. Главная причина, по которой на развитых рынках имеет смысл проводить строгое различие между этими сегментами, заключается в том, что многие фонды имеют четко сформулированный запрет на инвестирование в облигации «мусорного» качества, в бросовые облигации (*junk* или *high yield bonds*), которые определяются как имеющие кредитный рейтинг ниже Вaa3 (по версии Moody's) или ВВВ- (по классификации других крупнейших агентств, в т.ч. Standard&Poor's).

Рынок «мусорных» облигаций, несмотря на свое название, занимает очень значительную долю всего долгового рынка. В Соединенных Штатах всего 43% эмитентов имеют кредитные рейтинги инвестиционного качества, в то время как 57% формально являются заемщиками «мусорного» класса (*рис. 1*). Хотя по всему миру доля инвестиционных бумаг выше (порядка 73%), этот факт является не более чем статистической иллюзией, возникающей от того, что именно компании с уверенным финансовым положением чаще всего прибегают к услугам рейтинговых агентств. Поэтому не удивительно, что за последние годы 5-10% всех выпусков корпоративных бумаг по номиналу и от 3 до 8% выпусков по количеству классифицируется как инструменты неинвестиционного качества. Такие известные имена, как American Airlines, Delta Air Lines, Gap, Georgia Pacific, Levi Strauss, Lucent Technologies, Northwest Airlines, Steelwater Mining, Time Warner Telecom, U.S. Steel Corp., Xerox сейчас формально входят в число низкокачественных заемщиков.

⁴⁷ Материалы для книги предоставлены АКБ «Росбанк»

Европейский рынок junk bonds существенно уступает американскому как по возрасту, так и по масштабам и ликвидности. До 1997 г. подавляющая доля европейских junk bonds номинировалась в долларах и размещалась частным образом в США. Кроме того, даже сейчас в Европе в составе заемщиков на этом рынке более четко прослеживается доминирование телекоммуникационных компаний. Поэтому основной интерес для России представляет именно американский рынок junk bonds.



Источник: Standard&Poor's Global Fixed Income Research, 2003

Исторически рынок junk bonds формировался за счет компаний, кредитное качество которых ухудшалось уже после выпуска облигаций (так называемые «падшие ангелы», fallen angels). Только с 1977 г. на публичном рынке США стали появляться инструменты, рейтинг которых исходно был не-инвестиционным. Принято считать, что рождение современного рынка junk bonds было в основном связано с финансированием поглощений через leveraged buy-outs (LBOs), но это мнение корректно лишь отчасти – на самом деле рефинансирование прежних долгов играло более важную роль на начальном этапе развития рынка⁴⁸. В любом случае сейчас high yield bonds представляют собой сегмент традиционного долгового рынка, и поэтому анализ специфики функционирования этого сегмента может быть очень полезными и для российской практики.

Основные характеристики рынка

Конечно, определяющей чертой рынка junk bonds является **существенно более негативная структура кредитных рисков**. Доля эмитентов, объявивших дефолты, на этом рынке составляла 9.7% в США и 6.9% в Европе в 2001 г. и 7.2% в США и 13.5% в Европе по данным за 2002 г. Общемировые показатели частоты дефолтов за 2002 г. таковы: 0.5% по эмитентам инвестиционного качества и 9.2% по эмитентам «мусорного» качества. Описывать недостатки, связанные с высокой вероятностью

⁴⁸ «Эйфория», связанная с использованием junk bonds для недружественных корпоративных поглощений, началась только после 1985 г., когда Drexel Burnham Lambert закрыл свою первую сделку такого рода. Именно в Drexel работал легендарный Майкл Милкен, стоявший у истоков рынка junk bonds, и именно Drexel в середине 80-х гг. был безусловным лидером этого рынка и одним из ведущих андеррайтеров по всему корпоративному долгу. Drexel обанкротился в 1990 г., когда началась волна банкротств компаний не-инвестиционного качества (масштаб дефолтов составил более 21 млрд. долл. против 0.3 млрд. долл. в 1985 г.) и вскрылись незаконные аспекты деятельности по недружественным поглощениям.

дефолтов, нет необходимости. Однако есть смысл остановиться на преимуществах «высокодоходных» облигаций, чтобы лучше понять их место на долговом рынке.

Центральным преимуществом junk bonds является, конечно, *их высокая доходность*, позволяющая значительно увеличивать отдачу от портфеля в целом. Представление о том, насколько значительно можно повысить отдачу портфеля при включении в него «мусорных» облигаций, можно получить из соотношения спредов junk bonds и качественных облигаций (рис. 2). При этом необходимо иметь в виду, что такие значительные уровни доходностей могут с учетом связанного риска «продаваться» совсем не дорого по сравнению с другими сегментами финансового рынка. Так, по данным CSFB, на протяжении последних двадцати лет XX века средний показатель годового возврата на рынке junk bonds составлял 11.65% при средней волатильности рынка 8.98% (т.е. отдача на единицу риска составляла порядка 1.30), при том, что средний возврат на акции (по индексу S&P500) равнялся 16.42% при волатильности 17.65% (возврат на единицу риска – 0.93, что меньше, чем для junk bonds)⁴⁹.



Источник: Standard&Poor's Credit Indices

Одним из ключевых преимуществ *junk bonds* является то, что связанный с ними риск в большей степени, чем для облигаций с инвестиционными рейтингами, является специфическим для данного эмитента и не связан с общей рыночной ситуацией. Котировки облигаций высококлассных эмитентов определяются динамикой базовых активов (например, гособлигаций) и спреда по отношению к ним. Однако в отношении junk bonds спред по определению существенно (в разы) выше, и поэтому чувствительность котировок к рыночным тенденциям (отражаемым в ценах госбумаг) на порядок ниже. Отсюда вытекает и *возможность более эффективной диверсификации на рынке junk bonds* (конечно, в границах, определяемых ликвидностью и размером рынка). В принципе именно для junk bonds действительно качественный и глубокий анализ кредитоспособности эмитента и прогнозирование его результатов способны давать наиболее значительную отдачу.

Другой «сильной» стороной облигаций с низкими рейтингами является *многообразие комбинаций «риск-доходность»*. Статистика развитых рынков, и

⁴⁹ Для junk bonds проблема оценки совокупной отдачи осложняется тем, что к стандартным сложностям, связанным с построением индексов рынка, добавляется необходимость учитывать более частые дефолты. В практике не выработалось единого подхода к данной проблеме. Так, CSFB и JPMorganChase в своих индексах оставляют инструменты, находящиеся в дефолте, в то время как Bear Stearns, Lehman и Merrill Lynch исключают их, что является причиной расхождения в оценках общей отдачи.

прежде всего США, показывает, что за единым термином junk bonds скрывается множество более мелких подгрупп инструментов, для каждой из которых характерны свои особенности, и в первую очередь – существенные различия в вероятности дефолтов. Поэтому для очень многих инвесторов есть смысл говорить не о рынке в целом, а о его отдельных сегментах (например, облигации с рейтингом ВВ выглядят вполне «достойно» даже для довольно консервативных и осторожных инвесторов).

Таким образом, возможности, которые открывает инвесторам рынок высокодоходных облигаций, заслуживают самого пристального внимания. Особенно актуальным этот вопрос становится для современного российского рынка, когда отрицательные реальные процентные ставки по государственным бумагам и «первому эшелону» корпоративных облигаций заставляют все больше инвесторов обращать внимание на инструменты с повышенным риском. Однако ***стабильное функционирование этого сегмента рынка в долгосрочной перспективе требует формирования специфических дополнительных механизмов защиты инвесторов, которые отличали бы его от облигаций высококлассных заемщиков. Эти механизмы выработаны и функционируют в развитых странах, однако в России они пока не получили практически никакого распространения.***

Структурные особенности выпусков junk bonds

Зачастую при обсуждении рынка junk bonds, его преимуществ и недостатков забывают о тех важнейших механизмах, наличие которых позволяет инвесторам делать более обоснованные прогнозы финансового состояния заемщика и принимать более грамотные инвестиционные решения. Именно эти механизмы, наличие которых следует признать ключевой особенностью современных junk bonds, позволяют контролировать масштабы риска, принимаемого на себя инвесторами, и создают основу для стабильного функционирования рынка. Наиболее простые из них – это обеспечение выпуска активами компании, его гарантирование или страхование. Однако есть и другие способы увеличения кредитной защиты, среди которых наиболее заметны следующие:

- ***Запреты и ограничения*** (covenants). Данная группа требований, выдвигаемых к компании-эмитенту и фиксируемых в документации выпуска, является наиболее важной и значительной. Запреты и ограничения обычно накладываются на целый ряд аспектов деятельности фирмы, такие как привлечение заемного финансирования в будущем (масштабы, стоимость, старшинство долга и т.д.), выплата дивидендов, предоставление займов самой компанией-эмитентом, продажа активов, ведение бизнеса с аффилированными компаниями, смена собственности, слияние или вхождение в состав холдингов, и даже участие в деятельности, не связанной с основной специализацией фирмы (она может быть просто напрямую запрещена по условиям выпуска). По каждому из этих пунктов компания-эмитент и андеррайтеры выпуска проводят переговоры и закрепляют в условиях выпуска такие требования, которые держатели облигаций сочли бы достаточными для обеспечения приемлемого уровня кредитной защиты. При этом будущие держатели облигаций обычно требуют выполнения этих условий не только эмитентом, но и контролируемыми им дочерними предприятиями, а сами требования описываются с очень высокой степенью детализации. Они могут устанавливаться как в абсолютных цифрах, так и в

допустимых диапазонах значений для основных финансовых коэффициентов. Практика пересмотра запретов и ограничений не является распространенной, а сам пересмотр (если он все же становится необходимым) связан для эмитента со значительными трудностями и штрафами. Запреты и ограничения хорошо знакомы отечественным компаниям, выпускавшим еврооблигации или привлекавшим структурированное финансирование, но пока они практически полностью отсутствуют в рублевых корпоративных бумагах.

- **Страховой фонд начальных платежей** (initial interest payments reserve) создается из части доходов от размещения выпуска, под управлением попечителя займа (trustee) размещается в госбумагах и используется для гарантии процентных платежей в течение первого года (реже – первых двух лет) обращения. Компания-эмитент не получает доступа к этим средствам, но платит разницу в купонных ставках, поэтому эмитенты не заинтересованы в такого рода оговорках.
- **Защита от отзыва** (call protection) часто включается в условия выпуска, обычно на первые 5 лет обращения, что позволяет инвесторам рассчитывать на получение достаточного вознаграждения за принимаемый риск. Необходимо помнить о том, что на развитых рынках опцион на досрочный отзыв облигаций (право эмитента, call option) настолько же распространен, как в России – оферта на досрочное погашение (право инвестора, put option). Поэтому отсутствие такого права во многих junk bonds – гарантия того, что и в случае улучшения финансового положения компании или снижения для нее стоимости привлеченных средств владельцы junk bonds не будут лишены высокого купонного дохода вследствие рефинансирования долга и его замены более дешевым. В модифицированном виде требование защиты от отзыва иногда включается и в долговые обязательства, выпускаемые на других рынках (например, по некоторым еврооблигациям, особенно выпущенным после реструктуризации долгов, эмитенты не имеют права их покупки).
- **Возможность частичного погашения при размещении акций** (equity offering clawback) позволяет компании выкупать ограниченную долю выпуска облигаций (обычно до 35%) на средства, полученные от любого размещения акций, для улучшения финансовой устойчивости и основных показателей компании. Вместе с тем реализация такой возможности требует уплаты дополнительной премии в пользу владельцев облигаций.
- **Право регистрации** (registration right) заключается в том, что инвесторы обязывают эмитента подготовить и зарегистрировать в SEC выпуск облигаций, идентичный размещенному среди них без регистрации (через частное размещение, private placement). Это позволяет инвесторам впоследствии обменять свои (незарегистрированные) облигации на новые бумаги, которые уже могут быть предложены для продажи широкому кругу инвесторов, что повышает их ликвидность. Как и в отношении предыдущего пункта, буквальная применимость этого опыта для России кажется невысокой, однако общий смысл этого требования ясен – оно включается для повышения ликвидности вторичного рынка.

**Значение для российской практики опыта организации рынка
высокорискованных корпоративных облигаций**

Это лишь некоторые наиболее распространенные *структурные особенности*, отличающие высокодоходные и высокорискованные инструменты от облигаций эмитентов «первого эшелона».

Без преувеличения можно утверждать, что *от того, получат ли их аналоги распространение в российской практике, коренным образом зависит будущее всего рынка корпоративных облигаций*. Задача постепенной выработки различных стандартов выпусков (требований к эмитенту) и соответствующей сегментации рынка стоит в одном ряду с общим совершенствованием кредитной культуры, гораздо большим распространением независимых рейтинговых оценок, значительным повышением прозрачности компаний и «рыночности» размещения и ценообразования по корпоративным облигациям.

Если со временем эти задачи будут в основном решены, то junk bonds займут подобающее место в общей системе долговых отношений, и их динамика (включая цены, доходности, купонные ставки, частоту и серьезность дефолтов) будут восприниматься участниками рынка как нормальное и в определенной степени прогнозируемое явление.

Если нет – тогда рынок будет периодически «лихорадить» от «неожиданных» дефолтов и цепных реакций на них, многие компании невысокого кредитного качества не смогут начать выстраивать свою публичную кредитную историю, и многие инвесторы останутся без привлекательных вариантов вложений. Но такой путь развития вряд ли можно считать желательным.

Глава 2. Регулятивные условия выпуска корпоративных облигаций

2.1. Регулятивные требования к эмитентам

Кто может быть эмитентом корпоративных облигаций

Анализ организационно-правового статуса экономических субъектов, дающего возможность выпускать корпоративные облигации, традиционно относимые к группе корпоративных, содержится в **таблице 2.1**.

Таблица 2.1

Возможные организационно–правовые формы эмитентов корпоративных облигаций

Организационно-правовая форма	Положения законодательства, создающие возможности эмитировать облигации	Нормативный акт
Обязательность существования эмитента как юридического лица		
Юридическое лицо	«Эмитент – юридическое лицо или органы исполнительной власти либо органы местного самоуправления»	ФЗ «О рынке ценных бумаг», статья 2
Обязательность прямого указания в законодательстве на возможность выпускать облигации для той или иной категории организаций		
Для всех организационно-правовых форм юридических лиц	«В случае, предусмотренных законом или иными правовыми актами, договор займа может быть заключен путем выпуска и продажи облигаций» Буквальное толкование данной правовой нормы предполагает, что для каждой конкретной организационно-правовой формы юридического лица должно существовать специальное упоминание в законе или в иных правовых актах о возможности выпускать облигации	Гражданский кодекс РФ, часть вторая, ст. 816
Коммерческие организации – хозяйственные товарищества и общества		
Открытое акционерное общество	«Общество вправе размещать облигации и иные эмиссионные ценные бумаги, предусмотренные правовыми актами РФ о ценных бумагах»	Закон «Об акционерных обществах», ст. 33
Закрытое акционерное общество	«Общество вправе размещать облигации и иные эмиссионные ценные бумаги, предусмотренные правовыми актами РФ о ценных бумагах»	Закон «Об акционерных обществах», ст. 33
Акционерное общество работников	«К народным предприятиям применяются правила ФЗ «Об акционерных обществах» о закрытых акционерных обществах, если иное не предусмотрено настоящим Федеральным законом»	ФЗ «Об особенностях правового положения акционерных обществ работников (народных предприятий)» от 19.07.98 № 115-ФЗ, ст. 1
Общество с ограниченной ответственностью	Общество вправе размещать облигации и иные эмиссионные ценные бумаги в порядке, установленном законодательством о ценных бумагах	Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью», ст. 31
Общество с дополнительной ответственностью	Является коммерческой организацией и юридическим лицом. Ограничений на выпуск облигаций в законодательстве нет, однако,	Гражданский кодекс РФ, часть первая, ст. 95

	специальное упоминание о возможности выпускать облигации, требуемое в соответствии с ГК РФ, в законе или иных правовых актах отсутствует	
Коммерческие организации – производственные кооперативы, государственные и муниципальные предприятия		
Государственное и муниципальное унитарное предприятия	«Государственное или муниципальное предприятие... вправе осуществлять заимствования путем размещения облигаций»	ФЗ «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» от 14.11.02 № 161-ФЗ, ст. 24
Производственный кооператив	Является коммерческой организацией и юридическим лицом. Действует запрещение на выпуск акций. Ограничений на выпуск облигаций в законодательстве нет, однако, специальное упоминание о возможности выпускать облигации, требуемое в соответствии с ГК РФ, в законе или иных правовых актах отсутствует	ФЗ «О производственных кооперативах» от 8.05.96 № 41-ФЗ, ст. 1
Некоммерческие организации		
Некоммерческие организации	«Эмиссия облигаций и иных эмиссионных ценных бумаг некоммерческими организациями допускается только в случаях, предусмотренных федеральными законами и иными нормативными правовыми актами Российской Федерации, при наличии обеспечения, определенного указанными нормативными актами»	ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5.03.99 № 46 – ФЗ, ст. 5

Анализ показывает, что *эмитентами корпоративных облигаций*, специально упомянутыми в законодательстве, являются: а) открытые и закрытые акционерные общества, б) общества с ограниченной ответственностью, в) государственные и муниципальные предприятия.

Корпоративные эмитенты иных организационно-правовых форм (как коммерческие, так и некоммерческие организации) должны быть в будущем прямо упомянуты в законодательстве или в иных правовых актах, чтобы приобрести безусловное право на выпуск облигаций.

Специальные ограничения на выпуск корпоративных облигаций. Не могут выпускать корпоративные облигации организации, по которым введено наблюдение в соответствии с законодательством РФ о банкротстве⁵⁰

Ограничения на величину выпуска облигаций

Ограничения на величину выпуска облигаций вводятся с целью снижения кредитных рисков инвесторов, поддержания финансовой устойчивости эмитентов. Еще в союзном (бывшего СССР) законодательстве существовала норма, не разрешающая выпускать облигации на сумму свыше 25% уставного фонда.

Акционерные общества. В соответствии с п. 2 ст. 102 Гражданского кодекса РФ акционерное общество 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

⁵⁰ См. Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ, статья 64

акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

Общества с ограниченной ответственностью. Согласно пп. 2 – 3 статьи 31 Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» общество с ограниченной ответственностью не вправе размещать облигации на сумму, не превышающую размера его уставного капитала или величины обеспечения, предоставленного обществу в этих целях третьими лицами, после полной оплаты уставного капитала. При отсутствии обеспечения, предоставленного обществу третьими лицами с целью гарантировать выполнение обязательств перед владельцами облигаций, размещение обществом облигаций допускается не ранее третьего года существования общества при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества.

2.2. Регулятивные требования к инвесторам в корпоративные облигации

Кто может быть инвестором в корпоративные облигации

Если условия выпуска корпоративных облигаций не содержат специальных ограничений на круг их возможных владельцев, то инвесторами могут выступать любые **физические и юридические лица**, чьи инвестиционные предпочтения совпадают с профилем конкретного выпуска облигаций по риску, доходности и ликвидности.

Вместе с тем **для ряда инвесторов** существуют **специальные ограничения**, установленные российским законодательством с целью снижения макроэкономических и финансовых (на микроуровне) рисков, для урегулирования конфликтов интересов. Это ограничения по составу и структуре активов, по размеру вложений в облигации и другие эмиссионные ценные бумаги, по концентрации активов и т.п.

Инвесторы, для которых установлены особенности во вложении средств в эмиссионные ценные бумаги, включая корпоративные облигации:

-коммерческие банки и другие кредитные организации;

-институциональные инвесторы. Юридические лица и имущественные комплексы, находящиеся в доверительном управлении, у которых по характеру деятельности возникают долговременные крупные остатки денежных средств, которые они обычно на профессиональной основе вкладывают в ценные бумаги, другие финансовые активы, недвижимость. К числу институциональных инвесторов обычно относят **страховые компании, инвестиционные и пенсионные фонды**, благотворительные фонды, денежные фонды профсоюзных организаций, пенсионные, инвестиционные и компенсационные планы, учреждаемые работодателями для своих работников, и т.п. В долгосрочной перспективе доля институциональных инвесторов в акционерных капиталах, финансовых активах и в торговых операциях на рынке ценных бумаг постоянно растет. Деятельность институциональных инвесторов является значимым механизмом превращения розничных сбережений в оптовые и оптового инвестирования в ценные бумаги

-иностранные инвесторы.

Инвестиции коммерческих банков в корпоративные облигации

В соответствии с Законом «О банках и банковской деятельности» коммерческие банки в России действуют в качестве универсальных банков, имея при этом все права на вложение привлеченных и собственных средств в корпоративные облигации.

Динамика активного роста инвестиций российских банков в корпоративные облигации в 1999 – 2003 гг. представлена в *таблице 2.2*.

Таблица 2.2

Динамика инвестиций российских банков в корпоративные облигации, на конец года*

Вложения коммерческих банков по видам активов	1999	2000	2001	2002	2003 ноябрь
Корпоративные облигации и другие долговые обязательства компаний – резидентов, без вложений в вексельные активы, млрд. руб. *	0.3	1.3	12,3	33,0	64,1
Облигации и другие долговые обязательства, выпущенные кредитными организациями – резидентами, без вложений в вексельные активы, млрд. руб.	0.2	0.4	1,1	4,4	8,4

*Оценено по показателю «Прочие долговые обязательства» таблицы «Структура вложений кредитных организаций в ценные бумаги» Бюллетеней банковской статистики 1999 – 2003 гг., опубликованных на представительство Банка России в Интернет www.cbr.ru

Вместе с тем коммерческие банки имеют ряд косвенных, связанных с управлением рисками ограничений на формирование активов в форме корпоративных облигаций. Анализ указанных ограничений приведен в *таблице 2.3*.

Таблица 2.3

Режим инвестирования в корпоративные облигации для коммерческих банков

Вид ограничений	Характеристика ограничений	Нормативный акт
Присвоение повышенной категории риска при расчете норматива достаточности капитала	При расчете норматива достаточности капитала вложения в корпоративные облигации относятся к IV (более высокой) группе риска (государственные и муниципальные облигации – ко II и III группам риска), что делает их менее выгодными при расчете достаточности капитала с учетом активов, взвешенных по величине риска	Инструкция Банка России «О порядке регулирования деятельности банков» от 1 октября 1997 г. № 1 (с последующими изменениями и дополнениями)
Создание резервов на возможные потери	Коммерческий банк обязан осуществить анализ рисков активов в корпоративных облигациях и, в зависимости от оценки риска, создать резерв, соответствующий величине возможных потерь (от 0 до 100%) по корпоративным облигациям. По корпоративным облигациям, обязательства по которым просрочены более, чем на 30 дней, резервы создаются в размере 100%	Положение Банка России о порядке формирования резервов кредитными организациями на возможные потери от 9 июля 2003 г. № 232-П
Поддержание ликвидности банка	При определении соответствия нормативу общей ликвидности в расчет принимаются вложения в корпоративные облигации (чем выше вложения, тем хуже показатель ликвидности)	Инструкция Банка России «О порядке регулирования деятельности банков» от 1 октября 1997 г. № 1 (с последующими изменениями и дополнениями)

Ограничение излишней концентрации рисков	При определении соответствия нормативам максимального размера риска на одного заемщика, максимального размера крупных кредитных рисков, максимального размера кредитного риска на одного акционера, совокупной величины кредитных рисков на всех акционеров, максимального размера кредитов, займов, предоставленных банком своим инсайдерам, а также гарантий и поручительств, выданных в их пользу, в расчет принимаются вложения в корпоративные облигации (чем выше вложения, тем хуже показатель ликвидности)	Инструкция Банка России «О порядке регулирования деятельности банков» от 1 октября 1997 г. № 1 (с последующими изменениями и дополнениями)
Включение в Ломбардный список ценных бумаг, принимаемых в обеспечение Банком России	Корпоративные облигации, приобретенные коммерческими банками, не могут быть обеспечением кредитов, выдаваемых Банком России банкам (что снижает инвестиционную привлекательность корпоративных облигаций)	Ломбардные списки - перечни ценных бумаг, принимаемых в обеспечение кредитов Банка России, публикуемые в "Вестнике Банка России"

Общие фонды банковского управления (ОФБУ): возможности инвестирования в корпоративные облигации

В соответствии с Законом «О банках и банковской деятельности» банки имеют право осуществлять доверительное управление ценными бумагами (статьи 5 – 6).

В качестве ОФБУ⁵¹ признается имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого банку в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления.

Корпоративные облигации могут быть объектами доверительного управления и входить в состав портфеля инвестиций ОФБУ.⁵²

Стоимость ценных бумаг **одного** корпоративного эмитента, включая корпоративные облигации, может составлять **не более 15%** стоимости активов ОФБУ.

Регулятивные требования к инвестициям страховых компаний в корпоративные облигации

Законом «Об организации страхового дела в Российской Федерации» предусмотрена возможность инвестирования страховыми компаниями сформированных ими страховых резервов (средств, привлеченных от клиентов с целью покрытия различного рода рисков).

В соответствии с «Правилами размещения страховщиками страховых резервов», утверждаемыми Минфином РФ, страховые компании имеют право покрывать свои страховые резервы вложениями в корпоративные облигации. Порядок инвестирования страховых компаний в корпоративные облигации приведен в **таблице 2.4**.

Таблица 2.4

⁵¹ Приказ Банка России от 2 июля 1997 г. № 02-287 «Об утверждении Инструкции «О порядке осуществления операций доверительного управления и бухгалтерском учете этих операций кредитными организациями Российской Федерации», пункт 2.5

⁵² Там же, пункт 6.6

**Режим инвестирования в корпоративные облигации
для страховых компаний**

Вид ограничений	Характеристика регулятивных требований	Нормативный акт
Ограничение рисков, связанных с излишней концентрацией активов в корпоративных ценных бумагах	Доля акций и корпоративных облигаций не может превышать 30% от суммарной величины страховых резервов	«Правила размещения страховщиками страховых резервов», утвержденные приказом Минфина РФ 22 февраля 1999 г. N 16н (с последующими изменениями)
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	Суммарная стоимость активов, в т.ч. корпоративных облигаций, приходящаяся на одного эмитента – банка, не может превышать 15% от суммарной величины страховых резервов Суммарная стоимость активов, в т.ч. корпоративных облигаций, приходящаяся на одного эмитента, включенного в котировальный лист «А» первого уровня фондовой биржи, не может превышать 10% от суммарной величины страховых резервов Суммарная стоимость активов, в т.ч. корпоративных облигаций, приходящаяся на одного эмитента, включенного в котировальный лист «А» второго уровня фондовой биржи, не может превышать 5% от суммарной величины страховых резервов	«Правила размещения страховщиками страховых резервов», утвержденные приказом Минфина РФ 22 февраля 1999 г. N 16н (с последующими изменениями)

Негосударственные пенсионные фонды / управляющие компании средствами пенсионных накоплений и корпоративные облигации

В соответствии с Законом «О негосударственных пенсионных фондах» **негосударственные пенсионные фонды** осуществляют размещение / инвестирование (пенсионных резервов в деятельности по негосударственному пенсионному обеспечению, средств пенсионных накоплений в деятельности в качестве страховщика по обязательному и профессиональному пенсионному страхованию). Предполагается, что одним из возможных объектов инвестирования являются **корпоративные облигации**.

По данным Инспекции негосударственных пенсионных фондов при Минтруда России доля вложений в негосударственные ценные бумаги в структуре активов НПФ выросла с 47,1% на 1 января 1998 г. до 70,1% на 1 сентября 2003 г., что составляет 64,8 млрд. руб.⁵³

⁵³ «Основные данные о деятельности НПФ на 1 сентября 2003 г.», Доклад Инспекции негосударственных пенсионных фондов при Минтруда России «Состояние системы негосударственных пенсионных фондов России и принципы государственного контроля» (Москва, февраль 2004), опубликован на официальном сайте Инспекции www.npfnsp.mintrud.ru в Интернет

Законом «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации» установлено, что Пенсионный фонд РФ передает *управляющим компаниям* – лицензированным участникам рынка ценных бумаг, отобранным по конкурсу, средства пенсионных накоплений (накопительная часть трудовой пенсии) в доверительное управление. Указанный закон (статья 26) прямо устанавливает, что пенсионные накопления могут быть размещены в облигации российских эмитентов, иные, чем государственные облигации (т.е. в *корпоративные облигации*).

При этом российским законодательством установлен *ряд ограничений* на инвестиции НПФ / управляющих компаний средствами пенсионных резервов / пенсионных накоплений в корпоративные облигации с тем, чтобы сократить риски НПФ / управляющих компаний, обеспечить их способность выполнять свои обязательства перед получателями пенсионных выплат (*таблица 2.5*).

Таблица 2.5

Особенности инвестирования в корпоративные облигации, установленные для негосударственных пенсионных фондов / управляющих компаний

Вид ограничений	Характеристика регулятивных требований	Нормативный акт
Негосударственные пенсионные фонды		
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	<p>Максимальная доля корпоративных облигаций и других ценных бумаг одного эмитента или группы связанных эмитентов в инвестиционном портфеле НПФ не должна превышать 5%, за исключением государственных ценных бумаг РФ.</p> <p>Корпоративные облигации и другие ценные бумаги, эмитированные кредитной организацией (кредитными организациями, входящими в одну банковскую группу) и депозиты в ней (в них), не должны в сумме превышать 10% инвестиционного портфеля НПФ.</p> <p>Максимальная доля в инвестиционном портфеле НПФ корпоративных облигаций и других ценных бумаг, эмитированных аффилированными лицами НПФ, управляющей компании, специализированного депозитария и актуария, не должна превышать 5%.</p> <p>Максимальная доля в инвестиционном портфеле НПФ облигаций одного эмитента не должна превышать 10% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг РФ.</p> <p>Максимальная доля в инвестиционном портфеле НПФ корпоративных облигаций и других ценных бумаг одного эмитента не должна превышать 15% капитализации данного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг РФ</p>	Закон «О негосударственных пенсионных фондах», статья 36.15
Дополнительные ограничения на концентрацию	Стоимость пенсионных резервов, размещенных в корпоративные облигации и другие ценные бумаги одного эмитента, не может превышать 20% стоимости размещенных пенсионных резервов	Требования к составу и структуре пенсионных резервов НПФ, утвержденные приказом

рисков на одного эмитента		Инспекции НПФ от 10 января 2002 г. № 1
Ограничения, предупреждающие излишнюю концентрацию рисков в инвестиционном портфеле	<p>Общая стоимость пенсионных резервов, размещенных в корпоративные облигации и другие эмиссионные ценные бумаги, не имеющие признаваемых котировок, не должна превышать 20% стоимости размещенных пенсионных резервов.</p> <p>Общая стоимость пенсионных резервов, размещенных в корпоративные облигации и другие ценные бумаги, выпущенные учредителями и вкладчиками фонда, не должна превышать 30% стоимости размещенных пенсионных резервов.</p> <p>В корпоративные облигации и акции допускается размещать суммарно не более 50% стоимости размещенных пенсионных резервов.</p> <p>В корпоративные облигации и другие вложения с установленной доходностью - вложения, доходность которых известна в момент приобретения (облигации, банковские депозиты, векселя и т.п.) должно размещаться не менее 50% стоимости размещенных пенсионных резервов</p>	Требования к составу и структуре пенсионных резервов НПФ, утвержденные приказом Инспекции НПФ от 10 января 2002 г. № 1
<i>Управляющие компании по средствам пенсионных накоплений / негосударственные пенсионные фонды по средствам пенсионных накоплений при деятельности в качестве страховщика по обязательному пенсионному страхованию</i>		
Ограничение рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестиционного качества	<p>Все корпоративные облигации, в которые вкладываются пенсионные накопления, должны обращаться на организованном рынке ценных бумаг (на фондовой бирже либо на рынке лицензированного внебиржевого организатора торговли).</p> <p>Не могут приобретаться корпоративные облигации, эмитентами которых являются управляющие компании, брокеры, кредитные и страховые организации, специализированный депозитарий и аудиторы, с которыми заключены договоры об обслуживании.</p> <p>Не могут приобретаться корпоративные облигации эмитентов, в отношении которых осуществляются меры досудебной санации или возбуждена процедура банкротства (наблюдения, временного (внешнего) управления, конкурсного производства) в соответствии с законодательством РФ о банкротстве либо в отношении которых такие процедуры применялись в течение двух предшествующих лет</p>	Закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ», статьи 26
Дополнительные ограничения рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого	<p>Средства пенсионных накоплений могут инвестироваться в корпоративные облигации при условии, что срок погашения указанных облигаций еще не наступил</p> <p>Средства пенсионных накоплений могут инвестироваться в корпоративные облигации при условии, что: -эмитент соблюдает требования законодательства</p>	Постановление Правительства РФ от 30 июня 2003 г. № 379 «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств

инвестицион-ного качества	<p>о ценных бумагах и о хозяйственных обществах;</p> <ul style="list-style-type: none"> -облигации включены в котировальный список организатора торговли на рынке ценных бумаг (фондовой биржи, лицензированного внебиржевого организатора); -эмитент указанных ценных бумаг представляет организатору торговли на рынке ценных бумаг ежеквартальные отчеты, сообщения о существенных фактах (событиях, действиях), затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность эмитента; -количество акционеров эмитента составляет не менее 1000; -у эмитента отсутствуют убытки по итогам 2 из последних 3 лет, а в случае существования эмитента менее 3 лет - за весь срок его существования; -стоимость чистых активов эмитента составляет не менее 500 млн. рублей; -рыночная стоимость всех ценных бумаг эмитента составляет не менее 30 млн. рублей; -среднемесячная сумма рыночных сделок с указанными ценными бумагами, рассчитанная по итогам последних 6 месяцев, составляет не менее 400 тыс. рублей <p>Максимальная доля корпоративных облигаций в инвестиционном портфеле составляет: в 2004 году - 50 процентов; в 2005 году - 60 процентов; в 2006 году - 70 процентов; с 2007 года - 80 процентов</p>	<p>пенсионных накоплений в отдельные классы активов и определении максимальной доли отдельных классов в инвестиционном портфеле в соответствии со статьями 26 и 28 Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации»</p>
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	<p>Максимальная доля корпоративных облигаций и других ценных бумаг одного эмитента или группы связанных эмитентов в инвестиционном портфеле управляющей компании не должна превышать 5%, за исключением государственных ценных бумаг РФ.</p> <p>Корпоративные облигации и другие ценные бумаги, эмитированные кредитной организацией (кредитными организациями, входящими в одну банковскую группу) и депозиты в ней (в них), не должны в сумме превышать 10% инвестиционного портфеля управляющей компании.</p> <p>Максимальная доля в инвестиционном портфеле управляющей компании корпоративных облигаций и других ценных бумаг, эмитированных аффилированными лицами управляющей компании и специализированного депозитария не должна превышать 5%.</p> <p>Максимальная доля в инвестиционном портфеле управляющей компании облигаций одного эмитента не должна превышать 10% совокупного объема находящихся в обращении облигаций данного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг РФ.</p> <p>Максимальная доля в инвестиционном портфеле управляющей компании корпоративных облигаций и</p>	<p>Закон «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в РФ», статьи 28</p>

	других ценных бумаг одного эмитента не должна превышать 30% совокупного объема находящихся в обращении ценных бумаг данного эмитента, за исключением государственных ценных бумаг РФ	
--	--	--

**Регулятивные требования к вложениям инвестиционных фондов
в корпоративные облигации**

Федеральным законом «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ предусмотрена возможность вложения инвестиционными фондами (акционерными и паевыми) привлеченных ими средств в **облигации российских открытых акционерных обществ** (статья 33).

Иные виды корпоративных облигаций (например, выпущенных в обращение закрытыми акционерными обществами, государственными и муниципальными унитарными предприятиями и т.п.) могут находиться в составе активов инвестиционных фондов в том случае, если это будет предусмотрено решениями ФКЦБ России (статья 33).

В соответствии с «Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов», утвержденным ФКЦБ России,⁵⁴ инвестиционные фонды могут формировать свои активы из облигаций российских хозяйственных обществ, т.е. исходя из более широкого круга эмитентов, чем открытые акционерные общества.

При этом инвестиционные фонды различных типов должны исходить из следующих регулятивных требований (**таблица 2.6**).

Таблица 2.6

***Режим инвестирования в корпоративные облигации
для инвестиционных фондов (акционерных и паевых)***

Вид ограничений	Характеристика регулятивных требований	
<i>Все типы инвестиционных фондов, указанных ниже</i>		
Ограничение рисков, связанных с неликвидностью ценных бумаг и неинформированностью инвесторов	В состав активов могут входить только те облигации российских хозяйственных обществ, государственная регистрация выпуска которых сопровождалась регистрацией их проспекта	
<i>Фонды денежного рынка (акционерные, паевые (открытые, интервальные, закрытые))</i>		
Ограничение рисков, связанных с излишней концентрацией активов в корпоративных ценных бумагах	Оценочная стоимость ценных бумаг, включая корпоративные облигации, может составлять не более 50% стоимости активов Оценочная стоимость облигаций российских хозяйственных обществ, облигаций иностранных коммерческих организаций, ценных бумаг международных финансовых организаций и ценных бумаг иностранных государств может составлять не более 10% стоимости активов	
Ограничение рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестицион-	<i>Открытый паевой инвестиционный фонд</i>	<i>Интервальный паевой инвестиционный фонд</i>
	Оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, включая корпоративные облигации, может составлять	

⁵⁴ Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, утвержденное постановлением ФКЦБ России от 14 августа 2002 г. № 31 / пс

ного качества	<i>не более 10%</i> стоимости активов	<i>не более 50%</i> стоимости активов	
Фонды облигаций <i>(акционерные, паевые (открытые, интервальные, закрытые))</i>			
Ограничение рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестиционного качества	Открытый паевой инвестиционный фонд		Интервальный паевой инвестиционный фонд
	Оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 10%</i> стоимости активов		<i>не более 50%</i> стоимости активов
	Оценочная стоимость акций российских акционерных обществ и облигаций российских хозяйственных обществ, не включенных в котировальные листы организатора торговли, может составлять		
	<i>не более 50%</i> стоимости активов		<i>не более 80%</i> стоимости активов
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	Открытый паевой инвестиционный фонд	Интервальный паевой инвестиционный фонд	Акционерный инвестиционный фонд, закрытый паевой
	Оценочная стоимость ценных бумаг <i>одного</i> корпоративного эмитента, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 15%</i> стоимости активов		<i>не более 35%</i> стоимости активов
Фонды акций <i>(акционерные, паевые (открытые, интервальные, закрытые))</i>			
Ограничение рисков, связанных с излишней концентрацией активов в корпоративных ценных бумагах	Оценочная стоимость корпоративных облигаций (облигаций российских хозяйственных обществ), государственных ценных бумаг РФ и субъектов РФ, муниципальных ценных бумаг, облигаций иностранных коммерческих организаций, ценных бумаг международных финансовых организаций и ценных бумаг иностранных государств может составлять <i>не более 40%</i> стоимости активов		
Ограничение рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестиционного качества	Открытый паевой инвестиционный фонд		Интервальный паевой инвестиционный фонд
	Оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 10%</i> стоимости активов		<i>не более 50%</i> стоимости активов
	Оценочная стоимость акций российских акционерных обществ и облигаций российских хозяйственных обществ, не включенных в котировальные листы организатора торговли, может составлять		
	<i>не более 50%</i> стоимости активов		<i>не более 80%</i> стоимости активов
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	Открытый паевой инвестиционный фонд		Интервальный паевой инвестиционный фонд
	Оценочная стоимость ценных бумаг <i>одного</i> корпоративного эмитента, включая корпоративные облигации, может составлять <i>не более 15%</i> стоимости активов		
Фонды смешанных инвестиций <i>(акционерные, паевые (открытые, интервальные, закрытые))</i>			
Ограничение рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестиционного качества	Открытый паевой инвестиционный фонд		Интервальный паевой инвестиционный фонд
	Оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 10%</i> стоимости активов		<i>не более 50%</i> стоимости активов

	Оценочная стоимость акций российских акционерных обществ и облигаций российских хозяйственных обществ, не включенных в котировальные листы организатора торговли, может составлять		
	<i>не более 50%</i> стоимости активов	<i>не более 80%</i> стоимости активов	
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	Открытый паевой инвестиционный фонд	Интервальный паевой инвестиционный фонд	Акционерный инвестиционный фонд, закрытый паевой
	Оценочная стоимость ценных бумаг <i>одного</i> корпоративного эмитента, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 15%</i> стоимости активов		<i>не более 35%</i> стоимости активов
Фонды особо рискованных (венчурных) инвестиций (закрытые паевые)			
Снятие ограничений на риски, связанные с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестиционного качества	Оценочная стоимость ценных бумаг, в т.ч. корпоративных облигаций, включенных в котировальные листы организатора торговли, может составлять <i>не более 30%</i> стоимости активов		
	Оценочная стоимость долей в уставных капиталах российских обществ с ограниченной ответственностью, а также не включенных в котировальные листы организаторов торговли акций и облигаций российских хозяйственных обществ должна составлять <i>не менее 10%</i> стоимости активов – по истечении 1 года со дня завершения формирования фонда, <i>не менее 30%</i> - по истечении 3 лет, <i>не менее 50%</i> - по истечении 6 лет		
Инвестиционные фонды фондов (акционерные, паевые (открытые, интервальные, закрытые))			
Ограничение рисков, связанных с вложением активов в ценные бумаги низкого инвестиционного качества	Открытый паевой инвестиционный фонд	Интервальный паевой инвестиционный фонд	
	Оценочная стоимость ценных бумаг, не имеющих признаваемых котировок, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 10%</i> стоимости активов	<i>не более 50%</i> стоимости активов	
	Оценочная стоимость акций российских акционерных обществ и облигаций российских хозяйственных обществ, не включенных в котировальные листы организатора торговли, может составлять		
	<i>не более 50%</i> стоимости активов	<i>не более 20%</i> стоимости активов	
Ограничение излишней концентрации рисков на одного эмитента	Открытый паевой инвестиционный фонд	Интервальный паевой инвестиционный фонд	Акционерный инвестиционный фонд, закрытый паевой
	Оценочная стоимость ценных бумаг <i>одного</i> корпоративного эмитента, включая корпоративные облигации, может составлять		
	<i>не более 15%</i> стоимости активов		<i>не более 35%</i> стоимости активов
Инвестиционные фонды недвижимости (акционерные, закрытые)			
Ограничение концентрации активов в долговых ценных бумагах	Оценочная стоимость долговых ценных бумаг различных типов, включая корпоративные облигации, не может превышать 30% стоимости активов		

2.3. Налогообложение эмитентов и инвесторов, связанное с выпуском и обращением облигаций

2.3.1. Налогообложение эмитента

Налог на операции с ценными бумагами

В соответствии с Законом «О налоге на операции с ценными бумагами» объект налогообложения - номинальная сумма выпуска ценных бумаг, заявленная эмитентом.

Налог взимается в размере 0,2% номинальной суммы выпуска, но не более 100 тысяч рублей. Платательщик исчисляет сумму налога самостоятельно, исходя из номинальной суммы выпуска и налоговой ставки.

Налог уплачивается эмитентом одновременно с представлением документов на регистрацию выпуска. При отказе в регистрации налог не возвращается.

Налог на добавленную стоимость

Реализация / передача облигаций не подлежит обложению налогом на добавленную стоимость (Налоговый кодекс РФ, статья 149).

Налог на прибыль организаций

Расходы на облигационный заем уменьшают налоговую базу при расчете налога на прибыль. В состав таких расходов, признаваемых *внереализационными*, входят (подпункты 2, 3, 4 пункта 1 статьи 265 Налогового кодекса РФ, части 2):

- проценты по облигационным займам;
- расходы на организацию выпуска облигаций, в т.ч. на подготовку проспекта ценных бумаг, изготовление или приобретение бланков, регистрацию облигаций, на оплату услуг профессиональных участников рынка ценных бумаг, депозитарных услуг, услуг по ведению реестра владельцев облигаций, а также иные расходы, связанные с хранением облигаций;
- расходы, связанные с обслуживанием собственных облигаций, в т.ч. на оплату услуг реестродержателя, депозитария, платежного агента, расходы на раскрытие информации в соответствии с законодательством.

В расчет расходов принимаются проценты по облигационным займам, начисленные (статьи 265, 269 Налогового кодекса РФ, части 2):

- вне зависимости от характера облигационного займа (текущего и (или) инвестиционного);
- за фактическое время нахождения облигаций у инвесторов. Соответственно, при досрочном погашении облигаций проценты определяются исходя из фактического времени пользования заемными средствами;
- исходя из доходности, установленной эмитентом;
- если размер процентов существенно не отличается от среднего уровня процентов, начисленных за тот же период по облигациям, выпущенных на сопоставимых условиях (в той же валюте, на те же сроки, в сопоставимых объемах, под аналогичные обеспечения). Существенным отклонением размера начисленных процентов по облигациям считается отклонение более чем на

20% в сторону повышения или в сторону понижения от среднего уровня процентов, начисленных по аналогичным облигациям;
-если сопоставимые облигации отсутствуют, то предельная величина процентов, принимаемых в расчет, равна ставке рефинансирования Банка России, увеличенной в 1,1 раза (по облигациям с номиналом в рублях);
-проценты свыше этого выплачиваются из чистой прибыли;
-указанный порядок применяется к процентам в виде дисконта (продажа облигации при размещении по цене ниже номинала).

Обязанности налогового агента

Эмитент в ряде случаев обязан выполнять функции налогового агента. Это относится к выплате процентов в адрес физических лиц и иностранных организаций, которые не имеют в России постоянного представительства в целях налогообложения.

Проценты, которые российская организация выплачивает физическим лицам, облагаются налогом у источника по ставке 13% - для налоговых резидентов и 30% - для нерезидентов. Если удержать сумму налога не представляется возможным, организация должна сообщить об этом в налоговые органы.

Если получатель процентов - иностранная организация, налогообложение дохода зависит от ее налогового статуса в России. Если иностранная фирма осуществляет свою деятельность в РФ через постоянное представительство, то она уплачивает все налоги самостоятельно и подает налоговые декларации так же, как и российские налогоплательщики.

Если у иностранной организации нет постоянного представительства в РФ, налог с ее доходов удерживается у источника. Не все доходы таких иностранных фирм подлежат налогообложению в России. Однако проценты по облигациям попадают в перечень объектов обложения.

Проценты по долговым обязательствам, включая облигации, которые получают иностранные организации, облагаются налогом у источника. Ставка налога в данном случае - 20%.

При наличии соответствующего международного договора об избежании двойного налогообложения иностранный владелец облигации вправе требовать применения пониженных ставок налога или полного освобождения получаемых процентов от налогообложения. В большинстве международных договоров РФ проценты по облигациям относятся к доходам, которые могут быть освобождены от налогообложения в стране, где находится источник выплаты.

2.3.2. Налогообложение инвесторов

Налог на операции с ценными бумагами

Инвесторы налогом на операции с ценными бумагами не облагаются

Налог на добавленную стоимость

Реализация / передача облигаций не подлежит обложению налогом на добавленную стоимость (Налоговый кодекс РФ, статья 149).

Если облигация получена организацией в качестве оплаты за реализованные товары (работы, услуги), то денежные средства, полученные в виде процента (дисконта) по такой облигации, признаются налоговой базой для начисления НДС в

части, превышающей размер процента, рассчитанного в соответствии со ставками рефинансирования Банка России, действовавшими в периодах, за которые производится расчет процента (п.3, ст.162 НК РФ)

Сумма налога определяется по расчетным ставкам 10%/110% или 18%/118% (п.4 ст.164 НК РФ), в зависимости от ставки, применяемой к реализованным товарам (работам, услугам)

Пример

1 января организация продала партию товаров стоимостью 118 000 руб. (в том числе НДС – 16 000 руб.). В тот же день в обеспечение оплаты товаров покупатель выдал организации 118 облигаций с номиналом 1000 рублей на сумму (по номиналу) 118 000 руб. со сроком погашения 30 июня. По данным облигациям предусмотрена выплата процентного купонного дохода 1 раз в квартал (31 марта и 30 июня) по ставке 20% годовых.

Действующая ставка рефинансирования ЦБ РФ – 14%

Организация 31 марта организация получает проценты в сумме - 5900 руб.

Сумма, рассчитанная исходя из ставки рефинансирования ЦБ - 4130 руб.

Разница 1770 руб. будет налоговой базой. Налог составит $1770 * 18/118 = 270$ руб.

Налог на имущество

Инвесторы – юридические лица не облагаются налогом на имущество в части корпоративных облигаций, находящихся в активе их бухгалтерских балансов. Корпоративные облигации, в которые вложены средства инвесторов, не являются объектом обложения налогом на имущество (тем более, что с 2004 г. налогом на имущество облагаются только основные средства).

Налог на прибыль организаций (инвесторов в облигации)

Налогооблагаемая база по налогу на прибыль формируется **путем вычета** из доходов, полученных организацией, произведенных расходов. Налоговая база по операциям с ценными бумагами, в т.ч. с облигациями, определяется инвестором отдельно (если только он не является брокером-дилером или иным профессиональным участником рынка ценных бумаг).

Учет доходов, полученных организацией от облигаций, в составе налогооблагаемой базы по налогу на прибыль. Указанные доходы являются **внереализационными**. В их состав включаются:

– полученные проценты по облигациям (Налоговый кодекс РФ, статья 250, пункт б);

–доходы от реализации облигаций (при обращении на вторичном рынке) (Налоговый кодекс РФ, статьи 249 (пункт 1), 280). Доходы формируются исходя из цены реализации облигации, суммы накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченной покупателем налогоплательщику, суммы процентного (купонного) дохода, уплаченной эмитентом налогоплательщику. При этом в доход налогоплательщика от реализации облигаций не включаются суммы процентного (купонного) дохода, ранее учтенные при налогообложении.

В состав доходов не включаются (Налоговый кодекс РФ, статья 251) облигации, полученные а) как залог, б) в качестве вноса в уставный капитал, в) при выходе из хозяйственного общества, из простого товарищества или при распределении имущества

в ходе ликвидации, г) в качестве безвозмездной помощи, д) как имущество, поступившее по договору комиссии, е) как заем или кредит, ж) в качестве погашения займа или кредита, з) как целевое финансирование и др.

Учет расходов, связанных с облигациями, для вычета из доходов при формировании налогооблагаемой базы. Расходы при реализации (или ином выбытии) облигаций определяются исходя из цены приобретения облигации, затрат на реализацию, суммы накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченной налогоплательщиком продавцу облигации (Налоговый кодекс РФ, статья 280, пункт 2). При этом в расход не включаются суммы накопленного процентного (купонного) дохода, ранее учтенные при налогообложении.

Уменьшение налоговой базы на убытки / перенос убытков. Инвестор, имеющий убытки от операций с облигациями в предыдущие налоговые периоды, вправе уменьшить налоговую базу, полученную по операциям с облигациями в отчетном (налоговом) периоде (перенести указанные убытки на будущее) (Налоговый кодекс РФ, статья 280, пункт 10, статья 283). Это делается отдельно по доходам и убыткам от облигаций, обращающихся на организованном рынке, и не обращающихся на нем.

Перенос убытков на будущее может осуществляться в течение десяти лет, затрагивая при этом не более 30% налоговой базы ежегодно, в той очередности, в которой они были понесены.

Определение цены реализации облигации при формировании налоговой базы происходит по следующему алгоритму:

В качестве рыночной цены по облигациям, обращающимся на организованном рынке ценных бумаг (фондовая биржа, внебиржевой организатор торговли), признается	Фактическая цена , если она находится в интервале между минимальной и максимальной ценой сделок, зарегистрированных организатором торговли на дату продажи (передачи) облигации, или, если сделки не совершались, то на дату ближайших торгов (в течение последних 12 месяцев)
	Минимальная цена , если сделка произошла по фактической цене ниже, чем минимальная цена на организованном рынке
В качестве рыночной цены по облигациям, не обращающимся на организованном рынке ценных бумаг (фондовая биржа, внебиржевой организатор торговли), признается	Фактическая цена , если она находится в интервале между минимальной и максимальной ценой сделок по аналогичной (идентичной, однородной) облигации, зарегистрированных организатором торговли на дату продажи (передачи) облигации, или, если сделки не совершались, то на дату ближайших торгов (в течение последних 12 месяцев)
	Фактическая цена , если ее отклонение находится в пределах 20% в сторону повышения или понижения от средневзвешенной цены по аналогичной (идентичной, однородной) облигации, зарегистрированной организатором торговли на дату продажи (передачи) облигации, или, если сделки не проводились, то на дату ближайших торгов (в течение последних 12 месяцев)

	<p>В случае отсутствия аналогов – облигаций или данных об их ценах, фактическая цена, если ее отклонение находится в пределах 20% в сторону повышения или понижения от расчетной цены облигации, которая может быть определена на дату сделки с облигацией с учетом конкретных условий сделки, особенностей обращения и цены облигации и иных показателей, которые могут служить основанием для такого расчета, в частности, рыночной величины ставки ссудного процента</p>
--	--

Определение накопленного процентного (купонного) дохода при форировании налоговой базы. Под таким доходом понимается часть процентного (купонного) дохода, выплата которого предусмотрена условиями выпуска облигации, рассчитываемая пропорционально количеству дней, прошедших от даты выпуска облигации или даты выплаты предшествующего купонного дохода до даты совершения сделки (даты передачи облигации).

Расчет налога, подлежащего уплате в бюджет инвестором - юридическим лицом: ставка = 24 %, налоговая база = доходы – расходы, налог на прибыль = налоговая база x 24 %.

Налог на доходы физических лиц – инвесторов в облигации

Доходы от облигаций как часть налогооблагаемой базы по налогу на доходы физических лиц. Доходы физических лиц от облигаций, подлежащие налогообложению, формируются из следующих источников:

- **проценты** (Налоговый кодекс РФ, статья 208);
- **доходы от купли-продажи облигаций** (Налоговый кодекс РФ, статья 214.1)
 - обращающихся на организованном рынке ценных бумаг;
 - не обращающихся на организованном рынке ценных бумаг.

Налоговая база определяется отдельно по организованному и неорганизованному рынкам ценных бумаг.

Определение доходов от купли – продажи облигаций. Итоговый доход (убыток) по операциям купли-продажи облигаций рассчитывается как **сумма доходов по совокупности сделок** с облигациями (отдельно по организованному и неорганизованному рынкам), совершенных в течение налогового периода, **за вычетом совокупной суммы убытков.**

Доход (убыток) по **конкретной сделке купли-продажи облигаций** определяется как **разница между суммами, полученными от реализации облигаций**, и фактическими, документально подтвержденными **расходами на приобретение, реализацию и хранение облигаций** (включая расходы, возмещаемые профессиональному участнику рынка ценных бумаг, в т.ч. оплата услуг депозитария, регистратора, биржевого сбора).

Доход по сделке купли-продажи облигаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, уменьшается на сумму процентов, уплаченных за пользование денежными средствами, привлеченными для совершения сделки купли-продажи ценных бумаг, в пределах сумм, рассчитанных исходя из действующей ставки рефинансирования Банка России.

Расчет налога, подлежащего уплате в бюджет инвестором – физическим лицом: ставка = 13 %, налоговая база = доходы – расходы, налог на прибыль = налоговая база x 13 %.

Глава 3. Технология подготовки, регистрации и размещения облигационного займа

3.1. Технологическая схема облигационного займа

Представленная ниже технологическая схема облигационного займа (см. *схему 1*) не является безусловным и строгим порядком действий по подготовке, регистрации и размещению облигаций, поскольку не учитывает особенности конкретного эмитента, параметры конкретного облигационного займа и прочие факторы. При подготовке схемы мы исходили из того, что эмитентом является акционерное общество.

Представленный порядок на практике может нарушиться под влиянием следующих причин:

- экономическая неподготовленность эмитента к выпуску облигаций (раздробленность бизнеса и его непрозрачность, распределение активов, обязательств, денежных потоков между многими компаниями, отсутствие проведенной переоценки, заниженные размеры собственного капитала, действующие схемы минимизации налогообложения, делающие бизнес внешне экономически непривлекательным и т.п.);
- внутрикорпоративная борьба, замена команд и лиц, управляющих эмиссией; конфликты интересов, нарушающие ход эмиссии;
- неурегулированность отношений с государством (по вопросам антимонопольного регулирования, корпоративного поведения, фиксации прав собственности государства, по налоговым платежам и т.д.);
- недостаточный уровень маркетинга у эмитента, отсутствие стратегий развития и политики продвижения эмитента, его брендов и продукции на рынок;
- менеджмент среднего уровня, не заинтересованный в эмиссии, не разделяющий приоритетов руководства в организации привлечения финансовых ресурсов за счет выпуска облигаций;
- неготовность многих предприятий к проведению эмиссий (неготовность к раскрытию информации, отсутствие специалистов на предприятии, готовых осуществить работы по эмиссии, замедленность сбора информации и отработки проектов документов);
- конфликты с юридическими службами (у которых всегда собственная точка зрения на происходящее).

Указанные причины могут привести к удлинению процедур и увеличению расходов, связанных с эмиссией.

Схема 1

Технологическая схема облигационного займа

26-27 недель	Начальные переговоры эмитента и ведущего андеррайтера. ⁵⁵ Подписание соглашения о неразглашении информации (при необходимости). Предварительная оценка условий рынка и инвестиционной привлекательности эмитента, его способности привлекать денежные ресурсы на основе выпуска облигационных займов
23-25 недель	Предварительная оценка параметров бизнес – плана под инвестиционный проект. Рассмотрение предприятием возможности привлечения финансирования инвестиционного проекта путем выпуска облигационного займа
	Переговоры и заключение договора на обслуживание с ведущим андеррайтером. Подготовка проекта бизнес-плана
18-19 недель	Проведение ведущим андеррайтером фондовой инвентаризации эмитента
	Подбор, переговоры и заключение договоров на обслуживание с финансовым консультантом, правовыми, оценочной и аудиторской фирмами
	Составление ведущим андеррайтером окончательного варианта бизнес-плана, исходя из требований потенциальных инвесторов и Правительства г. Москвы (в случае намерения предприятия получить финансовую поддержку из средств бюджета г. Москвы, в части компенсации процентных платежей по облигациям)
13-17 недель	Конструирование облигационного займа ведущим андеррайтером / организатором выпуска. Составление и согласование с эмитентом Концепции выпуска облигаций
	Поиск и предварительные переговоры с потенциальными инвесторами, поручителями (гарантами). Выбор и оформление предмета залога. Завершающее согласование со всеми заинтересованными сторонами параметров облигационного займа, с которыми он будет представляться для регистрации выпуска ценных бумаг
	Принятие уполномоченным органом управления эмитента решения о размещении облигаций, решения об одобрении крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность (если таковые связаны с размещением облигационного займа)
13-14 недель	Заключение соглашения по размещению облигаций (в качестве предварительного договора или иной формы фиксации договоренностей), формирование эмиссионного синдиката. ⁵⁶ Переговоры с платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем
	Подготовка документов, необходимых для государственной регистрации выпуска облигаций. Уплата налога на операции с ценными бумагами
	Утверждение уполномоченным органом управления предприятия решения о выпуске облигаций и проспекта облигаций. Подтверждение финансовым консультантом достоверности и полноты информации, содержащейся в проспекте облигаций.

⁵⁵ Понятие андеррайтера (ведущего андеррайтера, соандеррайтера), организатора выпуска, его со-организатора см. в Главе 7

⁵⁶ Понятие эмиссионного синдиката будет рассмотрено в Главе 7

5-12 недель	Государственная регистрация выпуска облигаций и проспекта облигаций
	Получение от Правительства Москвы разрешения на компенсацию купонных выплат из бюджета г. Москвы (если это предусмотрено условиями облигационного займа)
	Изготовление бланков сертификатов облигаций (при необходимости)
	Маркетинговая компания по продвижению облигаций на рынок. Организация андеррайтером встреч высшего управленческого персонала предприятия с инвесторами (роад-шоу)
	Заключительное совещание андеррайтера с руководством предприятия-эмитента
	Заключение договоров с инвесторами, заключение сделок купли – продажи облигаций в ходе первичного размещения облигаций
	Подготовка Отчета об итогах выпуска облигаций
	Утверждение Отчета об итогах выпуска облигаций уполномоченным органом управления предприятия
1-2 недели	Государственная регистрация Отчета об итогах выпуска облигаций
Начиная от даты листинга	Организация допуска к обращению или листинга облигаций на фондовой бирже

Более подробное рассмотрение всех этапов процедуры подготовки, регистрации и размещения облигационного займа, раскрытия информации с учетом отдельных вариантов, возникающих в зависимости от конкретной ситуации, представлено ниже (в **пункте 3.3.**).

3.2. Основные этапы работ по облигационному займу

В данном пункте рассматривается порядок эмиссии облигаций акционерными обществами (открытого или закрытого типа) путем подписки (закрытой или открытой). Порядок описывается в виде последовательного перечисления процедур и работ.

3.2.1. Предварительная оценка и фондовая инвентаризация эмитента

Предварительная оценка эмитента и условий рынка

-оценка условий рынка (динамика и структура спроса и предложения, цены, доходность, сопоставимые эмитенты и выпуски ценных бумаг, прогноз развития рынка, типичные облигационные займы, пользующиеся спросом в средне- и краткосрочной

перспективе, конкурентоспособность с другими финансовыми продуктами – альтернативы для эмитента),

-облигационный потенциал эмитента и его инвестиционная привлекательность (наличие кредитного рейтинга, участие и место в рэнкингах компаний, известность торгового имени и наличие брендов, позиция в своем продуктовом сегменте рынка, кредитная история, наличие неурегулированных конфликтов интересов, отношения с государством, размер денежных потоков, которые генерирует эмитент, прибыльность, величина активов, уровень кредитного риска, лежащего на эмитенте, ликвидность активов, сомнительные статьи баланса и операции, которые могут снизить инвестиционную привлекательность эмитента, имущество, которое может быть обеспечением по облигационному займу, аффилированные лица или иные контрагенты, которые могут выступить обеспечителями по займу)

Фондовая инвентаризация эмитента

Ведущий андеррайтер проводит фондовую инвентаризацию эмитента, задачами которой являются:

- своевременное выявление и помощь в устранении несоответствий в деятельности эмитента и его документов требованиям законодательства Российской Федерации о рынке ценных бумаг, об акционерных обществах, о защите прав и законных интересов инвесторов;
- установление и устранение существующих препятствий для осуществления новых эмиссий ценных бумаг.

При этом, в частности, рассматриваются:

учредительные документы на предмет:

- соответствия требованиям законодательства;
- правильного отражения структуры уставного капитала (соответствие суммы, структуры уставного капитала и объема и структуры выпущенных акций по уставу, по зарегистрированным выпускам, по реестру акционеров);
- какова структура управления обществом по уставу, избраны ли и функционируют предусмотренные уставом органы управления, соответствует ли структура и состав органов управления требованиям законодательства;
- наличие ограничительных условий в учредительных документах, связанных с выпуском ценных бумаг;

приватизационные документы на предмет:

- завершена ли приватизация (наличие документов, свидетельствующих об исполнении плана приватизации);
- произошло ли дробление акций в результате их размещения согласно плану приватизации. Если есть дробление, то соответствует ли количество и номинал акций после дробления структуре уставного капитала, указанной в уставе;
- предусматривался ли выпуск «золотой акции», каков ее текущий статус;

документы по эмиссиям ценных бумаг на предмет:

- наличия государственной регистрации выпусков и отчетов об итогах выпуска по всем эмиссиям, произведенным эмитентом (или проверки факта представления в регистрирующий орган отчетов об итогах выпуска для эмиссий, произведенных до 1996 года);

документы по раскрытию информации на предмет:

- представления ежеквартальных отчетов эмитента;
- раскрытия информации в форме сообщений о существенных фактах и событиях;
- предоставления в регулирующий орган отчета об аффилированных лицах эмитента;

документы по ведению реестра, на предмет:

- какова структура собственности (количество акционеров, акционеров, владеющих 5 и более процентов акций, наличие государства и муниципальных органов в составе собственников);
- кто ведет реестр акционеров эмитента;
- каким образом оформлены договорные отношения с независимым регистратором (наличие договора, акта приемки-передачи документов реестра);
- есть ли у лица, ответственного за ведение реестра на предприятии аттестата ФКЦБ России;
- соответствует ли реестр акционеров требованиям законодательства, нормативных актов ФКЦБ России.

документы по взаимодействию с государственными органами, регулирующими финансовый рынок, на предмет:

- наличие неурегулированных требований и неисполненных предписаний, выданных государственными органами

3.2.2. Подготовка облигационного займа и принятие решения эмитентом

Составление эмитентом проекта бизнес-плана и рассмотрение возможности привлечения финансирования инвестиционного проекта путем выпуска облигационного займа

1. Разработка эмитентом / ведущим андеррайтером (по договору с эмитентом) проекта бизнес-плана под конкретный инвестиционный проект (описание предприятия и отрасли, финансово-экономический анализ деятельности предприятия, производственный план, анализ рынка и план маркетинга, организационный план, финансовый план, резюме инвестиционного проекта). Порядок разработки бизнес-плана под инвестиционный проект см. **в главе 5**.

2. Рассмотрение эмитентом возможности размещения облигационного займа для привлечения финансирования инвестиционного проекта, его необходимость, предварительные параметры (подробнее – см. **главу 7**).

3. Подбор и первичные переговоры с ведущим андеррайтером (см. главу 8).

Оформление договорных отношений

4. Заключение договора между ведущим андеррайтером и эмитентом. Андеррайтинговый договор устанавливает объект и вид андеррайтинга, структуру услуг и сроки их предоставления со стороны андеррайтера, взаимное распределение прав и обязанностей, ответственность сторон при оказании андеррайтером услуг по подготовке размещения и размещению облигаций.

В рамках договора определяются цены на отдельные услуги андеррайтера, смета затрат на эмиссию, устанавливается механизм вознаграждения ведущего андеррайтера, принципы оплаты иных организаций, который будут привлекаться для подготовки и размещения эмиссии облигаций.

Разработка бизнес-плана инвестиционного проекта и Концепции облигационного займа

6. Ведущий андеррайтер составляет окончательный вариант бизнес-плана и конструирует облигационный заем, оформляя полученные результаты в виде Концепции облигационного займа. При доработке бизнес-плана инвестиционный консультант исходит из требований потенциальных инвесторов и Правительства г. Москвы (в случае намерения получить финансовую поддержку из средств бюджета г. Москвы в части компенсации процентных платежей по облигациям).

Методика формирования *информационной базы* для разработки бизнес-плана инвестиционного проекта приведена в *пункте 4.1 главы 4*.

Порядок разработки *бизнес-плана* под инвестиционный проект содержится в *главе 5, Концепции облигационного займа - в главе 7* настоящего Руководства.

Примеры бизнес-плана и концепции облигационного займа приведены в *приложениях* к настоящему Руководству.

7. Разработанные бизнес-план и Концепция облигационного займа представляются ведущим андеррайтером на согласование и утверждение эмитенту.

Поиск инвесторов (поручителей, гарантов), финансового консультанта и переговоры с ними. Выбор и оформление предмета залога. Окончательное согласование со всеми заинтересованными сторонами параметров эмиссии облигаций

8. Поиск ведущим андеррайтером возможных поручителей, гарантов и инвесторов, согласных приобрести размещаемые облигации, переговоры с ними.

С этой целью ведущий андеррайтер осуществляет подготовку *инвестиционного меморандума* о готовящейся эмиссии облигаций и деятельности эмитента, а также иных форм предварительного (до регистрации выпуска) раскрытия информации.

Ведущий андеррайтер распространяет указанную информацию (инвестиционный меморандум, бизнес-план инвестиционного проекта, концепцию облигационного займа в качестве краткого варианта меморандума, иную информацию, в том числе по

запросу) среди потенциальных членов эмиссионного синдиката и возможных инвесторов.

При этом определяются объемные, ценовые и иные условия эмиссии облигаций и их размещения, являющиеся привлекательными для рынка.

Подбор ведущим андеррайтером финансового консультанта, проведение переговоров с участием эмитента о распределении прав и обязанностей по эмиссии между эмитентом, ведущим андеррайтером и финансовым консультантом.

Заключение договора эмитента с финансовым консультантом, основанном на предварительном распределении обязанностей по выпуску облигаций между ними и ведущим андеррайтером.

После заключения андеррайтингового договора и принятия Концепции облигационного займа готовятся производные от них контракты эмитента - с правовыми, аудиторскими и другими фирмами.

9. Проводятся двусторонние встречи представителей эмитента и потенциальных членов эмиссионного синдиката и инвесторов (установление прямых контактов, получение непосредственной информации об эмитенте и о положении дел у него).

10. Выбор предмета залога (если это предусмотрено обсуждаемыми условиями эмиссии облигаций).

11. Контроль со стороны ведущего андеррайтера и эмитента легитимности предстоящей покупки облигаций потенциальными инвесторами, на предмет необходимости одобрения возможных крупных сделок и сделок с заинтересованностью.

Переработка Концепции облигационного займа в соответствии с пожеланиями потенциальных инвесторов

12. В случае изменения каких-либо параметров облигационного займа по согласованию между потенциальными инвесторами и эмитентом, ведущий андеррайтер производит переработку Концепции облигационного займа.

Оценка рыночной стоимости акций

13. Привлечение независимого оценщика для определения цены выкупа обществом-эмитентом у акционеров, принадлежащих им акций, заключение договора на оценку между эмитентом и независимым оценщиком.

Данная процедура производится в случае, если требуется одобрение общим собранием акционеров крупной сделки, возникающей при размещении облигаций, в связи с чем у акционеров – владельцев голосующих акций в соответствии с п. 1 ст. 75 и п. 2 ст. 77 Закона «Об акционерных обществах» появляется право требовать выкупа обществом всех или части принадлежащих им акций.

14. Представление эмитентом независимому оценщику необходимого пакета документов для проведения оценки рыночной стоимости ценных бумаг.

15. Получение от независимого оценщика заключения и отчета по оценке ценных бумаг.

16. Направление в финансовый контрольный орган пакета необходимых документов для подтверждения оценки, проведенной независимым оценщиком.

Данная процедура производится в случае, если владельцем более 2 процентов голосующих акций общества являются государство и (или) муниципальное образование (см. п. 3 ст. 77 Закона «Об акционерных обществах»).

17. В течение одного месяца получение подтверждения финансовым контрольным органом рыночной стоимости ценных бумаг, определенной независимым оценщиком. Копия направляется ведущему андеррайтеру.

Проведение заседания совета директоров

18. Подготовка инвестиционным консультантом материалов для проведения заседания совета директоров, в том числе проекта протокола заседания совета директоров.

Материалы для проведения заседания совета директоров, как правило, включают:

- проект протокола заседания;
- заключения независимого оценщика и финансового контрольного органа (в случае проведения такой оценки);
- проект параметров эмиссии;
- аналитическая записка о возможности совершения крупной сделки и сделки с заинтересованностью;
- проект повестки дня общего собрания акционеров (в случае необходимости одобрения на общем собрании акционеров сделок с заинтересованностью и крупных сделок);
- проект сообщения акционерам о проведении общего собрания акционеров (в случае необходимости проведения общего собрания акционеров);
- проект перечня материалов предоставляемых акционерам для ознакомления (в случае необходимости проведения общего собрания акционеров);
- проект формы и содержания бюллетеней для голосования (в случае необходимости проведения общего собрания акционеров и голосования бюллетенями).

19. Созыв заседания совета директоров. Порядок созыва определяется уставом и / или внутренним документом эмитента.

20. Проведение эмитентом заседания совета директоров.

21. Составление протокола заседания совета директоров – не позднее 3 дней после проведения заседания.

Протокол заседания совета директоров фиксирует принятые решения по следующим вопросам:

- о размещении облигаций с определением параметров облигационного займа;
- круг лиц, среди которых предполагается произвести размещение облигаций (в случае закрытой подписки);
- определение цены (порядка ее определения) размещения облигаций;
- определение цены выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций, с учетом результатов независимой оценки и заключения финансового контрольного органа (если при размещении облигаций будет совершена крупная сделка);

- одобрение крупной сделки (если она будет) или вынесение данного вопроса на общее собрание акционеров;
- одобрение сделки, в совершении которой имеется заинтересованность (если она будет) или данного вопроса на общее собрание акционеров;
- о созыве внеочередного общего собрания акционеров, определение формы его проведения (в случае необходимости проведения общего собрания акционеров);
- определение даты, места и времени проведения общего собрания акционеров;
- утверждение повестки дня общего собрания акционеров;
- установление даты составления списка акционеров, имеющих право на участие в собрании;
- утверждение порядка сообщения акционерам о проведении общего собрания акционеров;
- утверждение перечня материалов, представляемых акционерам при подготовке к проведению собрания, и порядка ознакомления акционеров с материалами;
- утверждение формы и текста бюллетеней для голосования на собрании акционеров, даты окончания приема бюллетеней для голосования.

22. Не более чем за 50 дней и не менее чем за 45 дней (если участвуют бюллетени полученные заказным письмом – в соответствии с п.2 ст.58 Закона «Об акционерных обществах») до проведения общего собрания акционеров производится закрытие реестра и запрос эмитентом у регистратора списка акционеров, имеющих право принимать участие в общем собрании акционеров.

Раскрытие информации о закрытии реестра и о принятых решениях на заседании совета директоров

23. Подготовка сообщений для раскрытия информации о закрытии реестра и о решениях, принятых на заседании совета директоров.

24. Эмитент (ведущий андеррайтер) в течение 5 дней после составления протокола заседания совета директоров и закрытия реестра направляет в регистрирующий орган, а также публикует в «Приложении к Вестнику Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг» и иных печатных средствах массовой информации, распространяемых тиражом, доступным для большинства владельцев ценных бумаг эмитента сообщения о существенных фактах.

Необходимость раскрытия информации о закрытии реестра появляется в случае принятия решения о проведении общего собрания акционеров.

Сообщение о принятии решения о размещении ценных бумаг должно быть опубликовано эмитентом в следующие сроки с даты составления протокола заседания совета директоров эмитента, на котором принято решение о размещении ценных бумаг:

- в ленте новостей - не позднее 1 дня;
- на странице в сети "Интернет" - не позднее 3 дней;
- в периодическом печатном издании - не позднее 5 дней.

Проведение общего собрания акционеров

25. Подготовка материалов для проведения общего собрания акционеров возможна непосредственно после проведения заседания совета директоров.

26. В соответствии со сроком, установленным уставом общества, но не позднее 20 дней до даты проведения общего собрания акционеров эмитент направляет акционерам сообщения о проведении общего собрания акционеров (см. п.1 ст. 52 Закона «Об акционерных обществах»). Данную процедуру возможно осуществить непосредственно после проведения заседания совета директоров и подготовки материалов для рассылки.

27. Также не позднее 20 дней до даты проведения общего собрания акционеров:
– если в обществе количество акционеров – владельцев голосующих акций 1000 и более эмитент должен произвести направление (вручение) бюллетеней для голосования (если голосование должно проводиться бюллетенями),
– если количество акционеров превышает 500 тысяч может быть предусмотрено опубликование бланков бюллетеней (см. ст. 60 Закона «Об акционерных обществах»).

28. Предоставление эмитентом акционерам возможности ознакомления с материалами (информацией) по проведению общего собрания акционеров.

За 20 дней до проведения общего собрания акционеров эмитент организывает пункт, где акционеры могут ознакомиться с интересующей их информацией по вопросам проведения предстоящего общего собрания акционеров.

29. Проведение общего собрания акционеров эмитентом.

30. Не позднее 15 дней после закрытия общего собрания акционеров или даты окончания приема бюллетеней составляется протокол общего собрания акционеров.

31. Не позднее 10 дней после составления протокола общего собрания акционеров эмитент доводит до сведения лиц, включенных в список, решения итогов голосования на общем собрании акционеров, если итоги не были оглашены на общем собрании.

Выкуп обществом акций

32. В течение 45 дней с даты принятия общим собранием акционеров решения об одобрении совершения крупной сделки эмитент получает от акционеров письменные требования о выкупе, принадлежащих им акций.

Необходимость выкупа обществом акций возникает только в случае принятия решения общим собранием акционеров об одобрении крупной сделки.

33. Начиная с 46-го дня с даты принятия решения общим собранием акционеров решения об одобрении крупной сделки в течение 30 дней эмитент производит выкуп акций, требования, о выкупе которых предъявлены ему акционерами, голосовавшими против принятия решения об одобрении либо не принимавшими участие в голосовании (см. п. 4 ст. 76 и п. 1 ст. 75 Закона «Об акционерных обществах»).

Разработка образца сертификата облигации (в случае документарной формы выпуска)

34. Эмитент или инвестиционный консультант разрабатывает образец сертификата облигаций в случае, если предусмотрена документарная форма выпуска облигаций.

Сертификат облигации должен содержать следующие обязательные реквизиты (см. ст. 18 Закона «О рынке ценных бумаг»):

- полное наименование эмитента и его юридический адрес;
- вид облигации;

- государственный регистрационный номер облигации;
- порядок размещения облигации;
- обязательство эмитента обеспечить права владельца при соблюдении владельцем требований законодательства Российской Федерации;
- указание количества облигаций, удостоверенных этим сертификатом;
- указание общего количества выпущенных облигаций с данным государственным регистрационным номером;
- указание на то, выпущены ли облигации в документарной форме с обязательным централизованным хранением или в документарной форме без обязательного централизованного хранения;
- указание на то, являются ли облигации именными или на предъявителя;
- печать эмитента;
- подписи руководителей эмитента и подпись лица, выдавшего сертификат;
- другие реквизиты, предусмотренные законодательством Российской Федерации для конкретного вида ценных бумаг.

Заключение договора с депозитарием, принимающим на себя обязательство по централизованному хранению сертификатов облигаций

35. Выбор депозитария, которому будут переданы сертификаты (сертификат) облигаций на централизованное хранение (в случае эмиссии документарных облигаций, условия выпуска которых предусматривают обязательное централизованное хранение их сертификатов).

Выбор может зависеть от возможности обращения облигаций на бирже. Например, если предполагается размещение или последующее обращение облигаций на Московской межбанковской валютной бирже (ММВБ), то таким депозитарием целесообразно назначить Национальный депозитарный центр (НДЦ), а если биржевой площадкой будет Российская торговая система (РТС), то – Депозитарно-клиринговую компанию (ДКК).

36. Эмитент заключает договор с депозитарием, принимающим на себя обязательство по централизованному хранению облигаций эмитента.

Обеспечение исполнения обязательств по облигациям

37. Согласование с лицами, предоставляющими обеспечение по облигациям (в форме поручительства или банковской гарантии), составление документов, удостоверяющих факт предоставления обеспечения.

Условия договора, в соответствии с которым предоставляется поручительство или банковская гарантия, должны определять, что с переходом прав на облигацию к приобретателю переходят права по указанному договору в том же объеме и на тех же условиях, которые существуют на момент перехода прав на облигацию.

38. Определение рыночной стоимости имущества, предоставляемого в качестве обеспечения исполнения обязательств по облигациям (залога) в соответствии с требованиями законодательства РФ.

39. Представление лицом, формирующим обеспечение по облигациям бухгалтерской отчетности за последний заверченный финансовый год и за последний квартал, предшествующий утверждению Решения о выпуске облигаций эмитенту.

40. Оформление предмета залога (в случае обеспечения облигаций или поручительства (банковской гарантии) залогом).

41. Контроль со стороны эмитента или по его поручению ведущим андеррайтером легитимности предоставления обеспечения третьим лицом, на предмет необходимости одобрения возможных крупных сделок и сделок с заинтересованностью.

Окончательные переговоры с андеррайтером, платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем

42. Окончательное согласование между эмитентом, ведущим андеррайтером и членами эмиссионного синдиката условий размещения исходя из прогноза состояния рынка (ликвидность, доходность, соотношение спроса и предложения корпоративных облигаций, типичные параметры обращающихся займов, принятые рынком, сезонность торговой активности, влияние монетарных властей, воздействие параллельных сегментов финансового рынка и других внешних факторов), а также исходя из инвестиционной привлекательности и уровня кредитного риска эмитента.

43. Проведение эмитентом / ведущим андеррайтером переговоров с платежным агентом, депозитарием, биржей, реестродержателем по вопросам размещения облигационного займа (технология взаимодействия в момент размещения и по его завершении, соответствие проспекта облигаций и других документов, сопровождающих регистрацию облигационного займа, техническим решениям, принятым в торговых системах, депозитарии и т.п.).

3.2.3. Регистрация облигационного займа и раскрытие информации

Подготовка Решения о выпуске облигаций

44. Ведущий андеррайтер подготавливает Решение о выпуске ценных бумаг в соответствии с требованиями Стандартов эмиссии ценных бумаг.

В Решении о выпуске облигации указываются следующие сведения:

- Круг лиц, среди которых эмитент намерен разместить облигации (в случае закрытой подписки);
- Порядок заключения договоров, на основании которых осуществляется размещение облигаций (порядок процедуры подачи заявок и их удовлетворения);
- Положение о том, что с переходом прав на облигацию с обеспечением к новому владельцу переходят все права, вытекающие из такого обеспечения (в случае предоставления обеспечения выпуска облигаций);
- Указание на дату составления списка владельцев облигаций для исполнения по ним обязательств (в случае обязательного централизованного хранения сертификатов облигаций в депозитарии);
- Размер (порядок определения размера) доходов по облигациям;
- Другие сведения.

Подготовка Проспекта облигаций

45. Государственная регистрация выпуска облигаций должна сопровождаться регистрацией их Проспекта в случае:

- открытой подписки;
- закрытой подписки, если число потенциальных приобретателей облигаций превышает 500.

46. Ведущий андеррайтер (или финансовый консультант на рынке ценных бумаг) подготавливает Проспект облигаций в соответствии с требованиями Стандартов эмиссии ценных бумаг.

Утверждение Решения о выпуске облигаций и Проспекта облигаций

47. Проведение эмитентом заседания совета директоров, на котором утверждаются Решение о выпуске ценных бумаг и Проспект облигаций.

48. Составление протокола заседания совета директоров – не позднее 3 дней после проведения заседания совета директоров.

Подтверждение достоверности и полноты сведений, содержащихся в Проспекте облигаций

49. Проспект облигаций должен быть подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг, который подтверждает достоверность и полноту информации, содержащейся в Проспекте облигаций, в случае публичного размещения и / или обращения облигаций.

Раскрытие информации о существенном факте – об утверждении Решения о выпуске облигаций и Проспекта облигаций

50. Подготовка сообщения для раскрытия информации об утверждении на заседании совета директоров Решения о выпуске ценных бумаг и Проспекта облигаций (если предусмотрена регистрация Проспекта облигаций).

51. Сообщение об утверждении решения о выпуске ценных бумаг должно быть опубликовано эмитентом в следующие сроки с даты составления протокола заседания совета директоров эмитента, на котором принято решение о размещении ценных бумаг:

- в ленте новостей - не позднее 1 дня;
- на странице в сети "Интернет" - не позднее 3 дней;
- в периодическом печатном издании - не позднее 5 дней.

Уплата налога на операции с ценными бумагами

52. Эмитент уплачивает сумму налога на операции с ценными бумагами, исходя из номинальной суммы выпуска и налоговой ставки, установленной в процентном размере от номинальной стоимости эмиссии (до 2004 г. ставка составляла 0.8%, в настоящее время – 0.2%, но не свыше 100 тысяч рублей) (см. ст. 3, 4 Закона «О налоге на операции с ценными бумагами»)

53. В течение трех рабочих дней со дня уплаты налога эмитент представляет в соответствующий налоговый орган расчет (декларацию) суммы налога с указанием

общего объема выпуска ценных бумаг (см. ст. 5 ФЗ «О налоге на операции с ценными бумагами»).

В случае отказа в регистрации эмиссии налог не возвращается.

**Подготовка документов, представляемых
для государственной регистрации выпуска облигаций**

54. Для государственной регистрации выпуска облигаций инвестиционным консультантом и эмитентом совместно должны быть подготовлены следующие документы:

- Заявление на государственную регистрацию выпуска облигаций;
- Свидетельство о государственной регистрации эмитента в качестве юридического лица (копия);
- Решение о выпуске ценных бумаг;
- Протокол об утверждении Решения о выпуске облигаций (выписка);
- Устав в действующей редакции (копия);
- Справка о полной оплате уставного капитала;
- Анкета эмитента;
- Документ об уплате налога на операции с ценными бумагами;
- Опись представленных документов;
- Протокол о принятом решении о размещении облигаций (выписка);
- Проспект облигаций (в случае необходимости регистрации проспекта ценных бумаг);
- Образец сертификата облигаций (в случае документарной формы выпуска облигаций);
- Договор о ведении реестра владельцев именных облигаций (в случае ведения реестра владельцев именных облигаций регистратором) (копия);
- Договор на централизованное хранение сертификатов облигаций (в случае эмиссии документарных облигаций, условия выпуска которых предусматривают обязательное хранение сертификатов) (копия);
- Документы, удостоверяющие факт предоставления обеспечения (в случае, когда исполнение обязательств по облигациям обеспечивается третьим лицом), документ о рыночной стоимости имущества, представляемого в качестве обеспечения;
- Протокол об одобрении эмитентом крупных сделок (в случае наличия таковых) и сделок с заинтересованностью (в случае закрытой подписки и наличия таковых);
- Документы, подтверждающие наличие одобрения лицом, предоставляющим обеспечение крупных сделок и сделок с заинтересованностью (в случае наличия таковых);
- Справка от эмитента о принятии налоговыми органами всей предоставляемой бухгалтерской отчетности (в случае отсутствия на таковой отметки о принятии);
- Бухгалтерская отчетность эмитента (в случае если не представляется проспект облигаций);
- Документ, подтверждающий, что количество приобретателей облигаций не превысит 500, если это не следует из Решения об их выпуске (в случае если не представляется проспект облигаций).

Все перечисленные документы предоставляются в форме и количестве, указанном в Стандартах эмиссии ценных бумаг.

**Получение от Правительства Москвы разрешения
на компенсацию купонных выплат из бюджета г. Москвы
(если это предусмотрено условиями займа)**

55. Инвестиционный консультант совместно с эмитентом готовят и направляют запрос в Региональное отделение ФКЦБ России в Центральном федеральном округе для предварительного заключения о проведении правовой экспертизы на предмет соответствия внутренних документов общества требованиям действующего законодательства по ценным бумагам и возможности проведения регистрации выпуска облигаций организации.

56. При получении положительного ответа из Регионального отделения ФКЦБ России инвестиционный консультант совместно с эмитентом готовят следующий пакет документов для направления его в Департамент науки и промышленной политики Правительства Москвы:

- заявка на получение средств;
- предварительное заключение регионального отделения ФКЦБ России в Центральном федеральном округе;
- заверенные организацией копии свидетельства или иного документа о государственной регистрации организации в качестве юридического лица;
- заверенные организацией копии действующих учредительных документов;
- протокол (выписка из протокола) собрания (заседания) уполномоченного органа организации, на котором принято решение о размещении облигаций (об эмиссии);
- проект Проспекта облигаций, в случае, если государственная регистрация выпуска облигаций сопровождается регистрацией Проспекта облигаций;
- справка от организации, свидетельствующая о принятии налоговыми органами всей предоставляемой бухгалтерской отчетности в случае отсутствия на предоставляемой бухгалтерской отчетности отметки о ее принятии налоговыми органами;
- бухгалтерская отчетность организации за два последних заверенных финансовых года и за последний квартал, предшествующий утверждению Решения о выпуске с приложением аудиторского заключения;
- бизнес - план проекта (с учетом Методических рекомендаций по оценке эффективности инвестиционных проектов и их отбору для финансирования, утвержденных Минэкономки РФ, Минфином РФ от 21.06.99 г. № ВК-477 и постановления Правительства Москвы от 24.10.2001 г. № 963-ПП «О ходе выполнения распорядительных документов Правительства Москвы по выводу хозяйственных обществ с участием города Москвы на рынок ценных бумаг»);
- документы, подтверждающие полномочия первых лиц (выписка из Протокола общего собрания акционеров, заседания совета директоров о назначении генерального директора с отметкой о работе по настоящее время, контракт с генеральным директором, выписка из приказа о назначении главного бухгалтера с отметкой о работе по настоящее время);
- выписка из реестра акционеров, имеющих более 5% акций организации;
- справка из налоговой инспекции о наличии (отсутствии) задолженности перед бюджетом;
- необходимые лицензии и разрешения для реализации проекта;
- информационное письмо об учете ЕГРПО;

- справка организации о любых формах финансовой поддержки за счет средств бюджета г. Москвы и федерального бюджета и наличия или отсутствия обязательств по ним.

57. Правительство Москвы рассматривает предоставленные документы эмитента на предмет предоставления компенсации 2/3 затрат эмитента по уплате процентов по облигационному займу за счет средств бюджета г. Москвы в рамках Программы стимулирования инвестиционной активности предприятий города Москвы и выносит соответствующее решение.

Подача документов на государственную регистрацию

58. Все необходимые документы (см. этап 54) эмитент представляет в регистрирующий орган в установленном количестве экземпляров не позднее 1 месяца с даты утверждения Решения о выпуске облигаций.

59. Внесение изменений и (или) дополнений в документы, представленные для государственной регистрации выпуска облигаций.

Эмитент не позднее чем за 10 дней до окончания срока принятия решения о регистрации (за 5 дней в случае изменения сведений о цене размещения облигаций), представляет в регистрирующий орган такие изменения и (или) дополнения в проспект облигаций, которые могут повлиять на принятие решения о приобретении облигаций (в случае появления таких изменений и (или) дополнений).

60. Регистрирующий орган обязан осуществить государственную регистрацию выпуска облигаций или принять мотивированное решение об отказе в государственной регистрации

- не позднее 30 дней с даты представления всех документов и магнитных носителей в соответствии с требованиями Стандартов об эмиссии облигаций

В случае принятия решения о государственной регистрации выпуска облигаций регистрирующий орган выдает эмитенту:

- три экземпляра Решения о выпуске облигаций с отметками о его регистрации и государственным регистрационным номером выпуска облигаций;
- три экземпляра Проспекта облигаций с отметкой о его регистрации и государственным регистрационным номером выпуска облигаций (в случае, если государственная регистрация выпуска сопровождалась регистрацией проспекта облигаций);
- уведомление регистрирующего органа о государственной регистрации выпуска облигаций.

3.2.4. Работа с потенциальными инвесторами

Продолжение поиска ведущим андеррайтером потенциальных инвесторов, согласных приобрести размещаемые облигации, переговоры с ними.

С этой целью продолжение маркетинговой компании по продвижению облигаций на рынок. Раскрытие на постоянной основе всей имеющейся информации об облигационном займе (проспект облигаций, инвестиционный меморандум, бизнес-план инвестиционного проекта, концепция облигационного займа в качестве краткого варианта меморандума, иная информация, в том числе по запросу) среди потенциальных членов эмиссионного синдиката и возможных инвесторов. Подготовка

пресс-релизов, статей, рекламных сообщений и баннеров для публикации в финансовой прессе и на специализированных сайтах в Интернет.

Открытие интернет-сайта или специализированной страницы на сайте эмитента в Интернет, посвященной облигационному займу

Проведение интернет-конференций по вопросам перспектив размещения и анализа конструкции облигационного займа, финансового состояния эмитента, кредитного риска, лежащего на нем (специализированные финансовые сайты в Интернет).

Организация андеррайтером встреч высшего управленческого персонала предприятия с инвесторами (роад-шоу), как двусторонних, так и публичных презентаций облигационного займа совместно с организатором торговли и членами эмиссионного синдиката.

Постоянная публикация информационных сообщений об основных событиях, происходящих в период подготовки к размещению облигационного займа.

Продолжение работы с потенциальными членами эмиссионного синдиката, заключения с ними предварительных договоров по размещению облигаций, коррекция ожидаемой доходности, с которой эмитент будет выходить на рынок, если это позволяет порядок определения цены на облигационный заем, зафиксированный в Проспекте облигаций.

3.2.5. Размещение облигационного займа

Размещение облигаций начинается после государственной регистрации их выпуска.

Размещение облигаций заканчивается не позднее 1 года с момента государственной регистрации выпуска облигаций.

Размещение облигаций путем подписки осуществляется в течение срока, указанного в зарегистрированном Решении о выпуске облигаций.

Типовая организация первичного размещения облигационного займа через организатора торговли подробно рассмотрена в *главе 8*.

Раскрытие информации о государственной регистрации выпуска

61. В соответствии с Положением о раскрытии информации сообщение о государственной регистрации выпуска облигаций должно быть опубликовано эмитентом в следующие сроки с даты государственной регистрации выпуска:

в ленте новостей - не позднее 1 дня;

на странице в сети "Интернет" - не позднее 3 дней;

в периодическом печатном издании - не позднее 5 дней.

Изготовление сертификатов облигаций (при необходимости)

62. В случае выпуска облигаций в документарной форме эмитент обязан изготовить сертификаты облигаций.

Сертификаты облигаций должны соответствовать образцу, подшитому к Решению о выпуске облигаций.

63. В случае, если Решением о выпуске предусмотрена документарная форма облигаций с обязательным централизованным хранением, необходимо поместить сертификаты (сертификат) на обязательное централизованное хранение в депозитарий.

Раскрытие информации, содержащейся в Проспекте облигаций

64. В случае открытой подписки на облигации эмитент обязан обеспечить доступ к информации, содержащейся в проспекте, и опубликовать уведомление о порядке раскрытия информации в периодическом печатном издании.

Доступ к информации, содержащейся в проспекте облигаций, должен быть обеспечен эмитентом путем помещения копий зарегистрированного проспекта облигаций в местах, определенных эмитентом облигаций в Решении о выпуске облигаций и указанных в рекламных сообщениях эмитента, адресованных потенциальным приобретателям облигаций, а также путем предоставления возможности ознакомления с оригинальным экземпляром Проспекта облигаций в месте, указанном эмитентом в Решении о выпуске облигаций.

65. В случае закрытой подписки на облигации, требующей регистрации их Проспекта, уведомление о порядке раскрытия информации о выпуске облигаций должно быть опубликовано:

- в «Приложении к Вестнику ФКЦБ России»,
- а также в периодическом печатном издании, распространяемом по месту нахождения эмитента, либо по иному месту, определенному эмитентом.

Предоставление в регистрирующий орган изменений и дополнений в Решение о выпуске

66. В случае появления обстоятельств, которые могут повлиять на принятие решений о приобретении облигаций (в частности, изменение конкурентных условий, изменение законодательства), за исключением таких обстоятельств, которые подлежат их раскрытию в форме существенных фактов, затрагивающих финансово-хозяйственную деятельность, эмитент совместно с инвестиционным консультантом предоставляет в регистрирующий орган изменения в Решение о выпуске.

Раскрытие информации о выпуске облигаций (в случае регистрации проспекта) и сообщение о регистрации изменений и дополнений (в случае таких изменений)

67. В случае размещения облигаций путем открытой подписки, а также закрытой подписки, требующей регистрации проспекта облигаций, эмитент совместно с инвестиционным консультантом публикует в периодическом печатном издании, в котором было опубликовано сообщение о порядке раскрытия информации о выпуске облигаций, сообщение о регистрации изменений и дополнений проспекта облигаций, связанных с формой и условиями их размещения.

Заключение договоров с инвесторами

68. В случае закрытой подписки размещение облигаций производится среди круга лиц, указанных в Решении о выпуске облигаций.

69. Открытая подписка на облигации может осуществляться не ранее двух недель с момента раскрытия информации о государственной регистрации выпуска облигаций.

70. Происходит отчуждение облигаций их первым владельцам на основании договоров купли-продажи в соответствии с порядком заключения таких договоров, предусмотренном в Решении о выпуске.

Исполнение договоров купли-продажи

71. Инвесторы обязаны оплатить облигации в соответствии с порядком, указанным в Решении о выпуске, в том числе в соответствующей форме расчетов, кредитных организаций, номеров счетов, на которые должны перечисляться денежные средства, поступающие в оплату облигаций, адресам пунктов оплаты (в случае наличной формы оплаты облигаций).

Облигации акционерного общества могут быть оплачены только денежными средствами (см. п. 2 ст. 34 Закона «Об акционерных обществах»). Кроме того, согласно п.1 ст. 34 Закона «Об акционерных обществах» оплата облигаций допускается только в полном размере.

72. Эмитент или андеррайтер обязаны передать облигации в собственность инвесторам.

Размещение облигаций одного выпуска может проводиться по разным ценам (за исключением случая, когда цена размещения облигаций определена эмитентом в цифре).

В случае размещения документарных облигаций инвесторам после заключения договоров выдаются сертификаты облигаций (кроме случая обязательного централизованного хранения).

В случае размещения именных документарных и бездокументарных облигаций происходит списание регистратором облигаций с эмиссионного счета эмитента и зачисление их на лицевые счета инвесторов.

В случае облигаций с обязательным централизованным хранением облигации зачисляются депозитарием на счет депо инвесторов.

Составление Отчета об итогах выпуска облигаций.

73. После размещения облигаций эмитент совместно с инвестиционным консультантом составляет Отчет об итогах выпуска облигаций.

Отчет об итогах выпуска должен содержать следующую информацию:

- Вид ценных бумаг (облигации), форма и серия облигаций;
- Способ размещения облигаций;
- Дата фактического начала размещения облигаций и дата фактического окончания размещения облигаций;
- Номинальная стоимость каждой облигации;
- Цена (цены) размещения облигаций с указанием количества облигаций, размещенных по каждой отдельной цене;
- Сумма денежных средств, внесенных в оплату облигаций;
- Доля облигаций, при неразмещении которой выпуск признается несостоявшимся (если такая доля указана в Решении о выпуске):
- Доля размещенных и неразмещенных облигаций
- Все крупные сделки и сделки с заинтересованностью, которые были совершены в процессе размещения облигаций.

Утверждение Отчета об итогах выпуска

74. Эмитент совместно с консультантом выносит на рассмотрение вопрос об утверждении Отчета об итогах выпуска.

Отчет об итогах выпуска облигаций акционерного общества утверждается советом директоров этого акционерного общества, если иное не предусмотрено его уставом.

Отчет об итогах выпуска облигаций акционерного общества утверждается общим собранием акционеров в случае, если функции совета директоров этого акционерного общества осуществляет общее собрание акционеров (см. п. 10.1. Стандартов эмиссии облигаций).

В случае, если проспект облигаций был подписан финансовым консультантом на рынке ценных бумаг, отчет об итогах выпуска также должен быть подписан финансовым консультантом.

Регистрация Отчета об итогах выпуска облигаций

75. Эмитент представляет в регистрирующий орган Отчет об итогах выпуска облигаций, размещаемых путем подписки, не позднее 30 дней после истечения срока размещения облигаций, указанного в зарегистрированном Решении о выпуске облигаций, а в случае, если все облигации были размещены до истечения этого срока, - не позднее 30 дней после размещения последней облигации этого.

Одновременно с Отчетом об итогах выпуска облигаций в регистрирующий орган предоставляются следующие документы:

- заявление на регистрацию Отчета об итогах выпуска,
- анкета эмитента,
- протокол (выписка из протокола) заседания совета директоров, на котором было принято Решение об утверждении Отчета об итогах выпуска облигаций
- копия договора о ведении реестра владельцев именных облигаций, заключенного с регистратором в случае ведения реестра владельцев именных облигаций регистратором;
- документ, подтверждающий разрешение уполномоченного органа исполнительной власти на совершение сделок с облигациями этого выпуска в случае, если законодательством Российской Федерации установлена необходимость получения такого разрешения;
- документ (документы), подтверждающий наличие одобрения уполномоченного органа эмитента на заимствование путем размещения облигаций в случае, если в процессе размещения облигаций имели место крупные сделки или сделки, в совершении которых имеется заинтересованность.

76. Регистрирующий орган обязан не позднее двух недель с даты получения Отчета об итогах выпуска облигаций зарегистрировать Отчет или отказать в его регистрации.

Раскрытие информации, содержащейся в Отчете об итогах выпуска облигаций

77. В случае размещения облигаций путем открытой подписки

- эмитент совместно с инвестиционным консультантом обеспечивает доступ к информации, содержащейся в Отчете об итогах выпуска облигаций, и публикует сообщение о регистрации Отчета об итогах выпуска облигаций в периодическом печатном издании, в котором было опубликовано уведомление о порядке раскрытия информации о выпуске облигаций.

В случае, когда государственная регистрация выпуска облигаций сопровождалась регистрацией их Проспекта (т.е. в случаях размещения облигаций путем открытой подписки и в отдельных случаях закрытой подписки)

– эмитент обеспечивает доступ к информации, содержащейся в Отчете об итогах выпуска облигаций, и публикует в печатном издании, в котором было опубликовано уведомление о порядке раскрытия информации о выпуске облигаций, сообщение о регистрации Отчета об итогах выпуска облигаций и порядке раскрытия информации либо направляет указанное сообщение каждому владельцу облигаций выпуска. В случае, если доступ к информации, содержащейся в Проспекте облигаций, обеспечивался дополнительными способами в таком же порядке должен быть обеспечен доступ к информации, содержащейся в Отчете об итогах выпуска облигаций.

Организация допуска к обращению или листинга облигаций на фондовой бирже

78. Эмитент подает заявление на допуск к обращению или на включение облигаций в котировальный лист в соответствующий орган фондовой биржи (котировальный комитет или иной орган, ответственный за листинг).

79. После проведения экспертизы по вопросу об удовлетворении эмитента требованиям биржи орган, ответственный за листинг, принимает решение о допуске к обращению или о включении в котировальный лист облигаций эмитента.

Глава 4. Создание информационной базы для подготовки облигационного займа

4.1. Запрашиваемые данные для предварительной оценки эмитента и его фондовой инвентаризации

Оценка финансовой способности эмитента выпускать облигации

- Последний ежеквартальный отчет эмитента, направленный в регулирующий орган (ФКЦБ России, Региональное отделение ФКЦБ России), а также последний ежеквартальный отчет эмитента за I квартал (с полной годовой бухгалтерской отчетностью).

- Бухгалтерская годовая отчетность за два последних финансовых года и на последнюю внутригодовую дату (формы №№ 1 – 5), аудиторские заключения за два последних финансовых года, годовые отчеты за два последних финансовых года, пояснительные записки к годовым отчетам.

Фондовая инвентаризация эмитента

1. Устав в действующей редакции со всеми изменениями и дополнениями.
2. Зарегистрированный План приватизации со всеми изменениями и дополнениями.
3. Документы, свидетельствующие о выполнении Плана приватизации (Договоры купли-продажи, протоколы аукционов, решения государственных органов).
4. Документы, свидетельствующие о текущем статусе «золотой» акции.
5. Протокол последнего общего собрания акционеров.
6. Документы по всем эмиссиям ценных бумаг (уведомления о государственной регистрации, решения о выпуске, отчеты об итогах выпуска, проспекты ценных бумаг).
7. Последний ежеквартальный отчет эмитента, направленный в регулирующий орган (ФКЦБ России, Региональное отделение ФКЦБ России), а также последний ежеквартальный отчет эмитента за I квартал (с полной годовой бухгалтерской отчетностью).
8. Последний список аффилированных лиц, представленный в ФКЦБ России или ее региональное отделение.
9. Если реестр акционеров ведется независимым регистратором: договор с независимым регистратором на ведение реестра, акт приема-передачи документов реестра.
10. Если реестр акционеров ведется самостоятельно: приказ о назначении ответственного за ведение реестра, аттестат ФКЦБ России ответственного лица.

11. Справка о структуре собственности (желательно в форме выписки из реестра акционеров) с выделением акционеров, владеющих более 1% акций общества на последнюю отчетную дату.

12. Бухгалтерская годовая отчетность за два последних финансовых года и на последнюю внутригодовую дату (формы №№ 1 – 5), аудиторские заключения за два последних финансовых года, годовые отчеты за два последних финансовых года, пояснительные записки к годовым отчетам.

13. Дополнительные материалы, включая брошюры, характеризующие предприятие эмитента и планы его развития (численность и состав работающих, продукцию, основные фонды и степень их изношенности, земельный участок, долю на рынке сбыта продукции, структуру поставщиков и потребителей продукции, инвестиционные проекты, значение для городской экономики, историю и т.п.).

14. Справка о крупных претензиях к предприятию, исках, наложенных санкциях, взаимоотношениях с налоговой службой и с другими регулятивными органами или иных существенных фактах, которые могут осложнить решение финансовых проблем предприятия, в том числе обо всех невыполненных предписаниях, направленных предприятию ФКЦБ России и ее региональными отделениями.

Официальные документы общества предоставляются в виде копий с подлинников.

4.2. Формирование информационной базы для подготовки инвестиционного проекта, лежащего в основе облигационного займа

Для подготовки бизнес-плана инвестиционного проекта финансовому консультанту требуется сформировать информационную базу, состоящую из сведений, представляемых предприятием-эмитентом облигационного займа.

Перечень сведений и документов, запрашиваемых от предприятия-эмитента, сформирован на основе требований *Рекомендаций по составлению бизнес-плана инвестиционного проекта*, представляемого на конкурс для получения финансовой поддержки из средств бюджета г. Москвы, и включает в себя:

Общие сведения о предприятии

1. Годовая бухгалтерская отчетность за последние три года.
2. Копии учредительных документов, со всеми последующими изменениями и дополнениями.
3. Копия свидетельства о государственной регистрации предприятия.
4. Коды предприятия (ОКПО, КОПФ, КФС, ОКОГУ, ОКАТО, ОКОНХ, ОКДП).
5. Сведения об учредителях предприятия.
6. Справка о банковских реквизитах.

7. Сведения о руководителе предприятия (фамилия, имя, отчество; должность; год рождения; образование).
8. Справка о текущей численности персонала.
9. Описание основных видов деятельности предприятия: (кратко описать историю образования и деятельности предприятия, указать цели создания предприятия).
10. Ассортимент производимой продукции: Описать виды продукции (работ, услуг), обеспечившие не менее чем 10 процентов объема реализации (выручки) предприятия за три завершающих финансового года.
11. Сведения о земельных владениях (адреса, площади участков, форма владения (собственность, аренда, бессрочное пользование и т.д.), копии правоустанавливающих документов на земельные участки и здания (свидетельства о праве собственности, договоров аренды и т.д.), описание зданий, сооружений и иной инфраструктуры, находящихся на участках (что расположено, какие коммуникации).
12. Характеристика внеоборотных активов. Указать первоначальную (восстановительную) стоимость основных средств и величину начисленной амортизации (износа).
13. Перечень налогов и их ставки для предприятия (укажите имеющиеся льготы у предприятия по уплате налогов).
14. Объемы, формы и эффективность получения средств государственной поддержки в последние 3 года.
15. Дополнительные сведения о предприятии, наиболее значимые для целевой направленности инвестиционного проекта (финансовое оздоровление предприятия; расширение масштабов оказания конкурентоспособных услуг и т.д.).

Характеристика проекта, раскрывающая цели проекта и доказательства его выгоды

16. Краткое описание сути проекта.
17. Преимущества продукции (услуг) в сравнении с лучшими отечественными и зарубежными аналогами.
18. Объем ожидаемого спроса на продукцию (услуги).
19. Результаты реализации проекта. Если реализация проекта позволит решить социальные вопросы (создание новых рабочих мест, прокладка дорог и коммуникаций общего пользования, использование труда инвалидов и т.п.), то указать их.

20. Взаимосвязь проекта с другими проектами (является ли данный проект независимым монопроектом, или его реализация связана с реализацией другого (других) проектов, или его эффективность существенно повышается при реализации другого (других) проекта (-ов) на предприятиях данного или других регионов. Место и роль данного проекта в системе проектов.
21. Период выхода на проектную мощность по услугам (продукции).
22. Общая потребность в инвестициях на реализацию проекта, млн. руб. (долларов США для иностранных инвестиций).
23. Состав затрат по этапам реализации инвестиционного проекта.
24. Состав источников финансирования проекта:
 - собственные средства, в том числе прибыль, амортизационные отчисления, другие источники;
 - заемные средства (отдельно - отечественные и иностранные; перечень потенциальных кредиторов и их дифференциация по формам предоставления заемных средств. Уровень достигнутой договоренности о предоставлении займов);
 - средства инвесторов (перечень потенциальных инвесторов; форма и размер участия в инвестициях);
 - планируемый объем и форма привлечения средств на фондовом рынке;
 - средства государственной поддержки, в том числе из федерального и городского бюджета.
25. Срок возврата заемных средств.
26. Форма и сроки возврата средств государственной поддержки.
27. Кем и когда разработана и утверждена проектно-сметная документация.
28. Наличие заключений государственной вневедомственной (независимой), а также экологической экспертизы (наименование организации и даты утверждения).

Анализ положения дел в отрасли

29. Общая характеристика потребности и объем производства продукции (оказания услуг) в г. Москве или России. Значимость данного производства (оказания услуг) для экономического и социального развития страны или города.
30. Ожидаемая доля предприятия в сфере оказания услуг (производства продукции) в городе или в России.
31. Основные показатели работы предприятия в сравнении со среднеотраслевыми:
 - рентабельность продукции;
 - оборачиваемость активов (оборотных, внеоборотных, совокупных);
 - обеспеченность собственными оборотными средствами;
 - производительность труда;
 - капиталоотдача (фондоотдача);

- соотношение дебиторской и кредиторской задолженности;
 - относительная задолженность предприятий перед бюджетами различных уровней (к годовому объему производства);
 - доля задолженности консолидированному бюджету в общей задолженности.
32. Потенциальные конкуренты (указать наименования и адреса основных конкурентов, их сильные и слабые стороны).
33. Какие и где появились аналоги продукта (оказания услуг) за последние 3 года.

Производственный план

34. Программа производства и реализации продукции (оказания услуг). Принятая технология.
35. Требования к организации производства (оказания услуг).
36. Состав основного оборудования, его поставщики и условия поставок (аренда, покупка). Лизинг оборудования.
37. Поставщики сырья и материалов (название, условия поставок) и ориентировочные цены.
38. Альтернативные источники снабжения сырьем и материалами.
39. Информация о штатной численности сотрудников предприятия (с указанием размеров оплаты труда), затраты на оплату труда которых будут включены в затраты по проекту. Если в течение работы по проекту планируются изменения в штатной численности, то укажите их (например, с ... месяца проекта планируется прием на работу ... рабочих с оплатой труда ... рублей в месяц).
40. Стоимость основных производственных фондов, задействованных в проекте.
41. Форма амортизации (простая, ускоренная). Норма амортизационных отчислений. Основание для применения нормы ускоренной амортизации.
42. Годовые затраты на выпуск продукции (оказание услуг). Переменные и постоянные затраты. Себестоимость.
43. Стоимость строительства, структура капитальных вложений, предусмотренная в проектно-сметной документации и сметно-финансовом расчете, в том числе строительно-монтажные работы, затраты на оборудование, прочие затраты. Общая стоимость инвестиционного проекта.
44. Обеспечение экологической и технической безопасности.

Анализ рынка и план маркетинга

45. Используются ли предприятием какие - либо патенты?

46. Конечные потребители услуг. Характер спроса (равномерный или сезонный). Особенности сегмента рынка, на которые ориентируется проект, важнейшие тенденции и ожидаемые изменения. Какие свойства продукции или дополнительные услуги делают проект предпочтительным по отношению к конкурентам.
47. Организация сбыта продукции (оказания услуг). Описание системы сбыта с указанием привлекаемых фирм.
48. Обоснование объема инвестиций, связанных с реализацией продукции (услуг). Сбытовые издержки.
49. Каких возможных действий конкурентов следует опасаться и каковы основные элементы стратегии противодействия.
50. Обоснование цены на продукцию (услуги).
51. Программа по организации рекламы. Примерный объем затрат.
52. Программа реализации продукции (услуг).

Организационный план

53. График реализации инвестиционного плана.
54. Общее руководство организацией работ по разделам инвестиционного проекта.
55. Контроль за выполнением финансового раздела проекта (за движением финансов и своевременностью платежей).
56. Исполнители проектных работ (организации, физические лица).
57. Ответственные лица и исполнители (организации, физические лица) строительно-монтажных работ.
58. Ответственные лица и исполнители (организации, физические лица) по снабжению материалами и комплектующими.
59. Ответственные лица и исполнители (организации, физические лица) по пусконаладочным работам и вводу в эксплуатацию нового производства.
60. Ответственные лица и исполнители (организации, физические лица) по обеспечению поставки оборудования, в том числе импортного.

4.3. Разработка инвестиционного проекта для облигационного займа

Предприятие - эмитент облигаций может разработать *инвестиционный проект* и, соответственно, на его основе *бизнес-план* для обоснования параметров эмиссии и

раскрытия информации потенциальным инвесторам о направлениях и эффективности использования средств, привлеченных в результате эмиссии.

Понятие инвестиционного проекта. В соответствии с российским законодательством, инвестиционный проект - обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений; его частью является бизнес-план, как «описание практических действий по осуществлению инвестиций».⁵⁷

Связь инвестиционного проекта и конструкции облигационного займа. В случае разработки инвестиционного проекта и бизнес-плана, связанного с ним, возникает возможность увязки параметров облигационного займа и инвестиционного проекта, конструирования облигаций (в части привлечения средств и погашения долга) в соответствии с денежными потоками, ожидаемыми от инвестиционного проекта, их размерностью и сроками. Оценка рисков облигационного займа и соответствующие параметры доходности могут быть определены структурой и величиной рисков инвестиционного проекта.

Для получения компенсации от Правительства Москвы, возмещающей эмитенту расходы на выплату процентов по облигационному займу, представление инвестиционного проекта является обязательным.

Аналогичный подход принят в программе компенсаций по облигационным займам, существующей в Центральном федеральном округе РФ, а также в других региональных программах.

Методики разработки инвестиционных проектов (бизнес-планов). Существует множество методик разработки инвестиционного проекта, в т.ч. носящих официальный характер. По состоянию на январь 2004 г., это такие документы, как:

-«Макет бизнес – плана» (приложение 1 к Положению об оценке эффективности инвестиционных проектов при размещении на конкурсной основе централизованных инвестиционных ресурсов Бюджета развития РФ, утвержденному постановлением Правительства РФ от 22 ноября 1997 г. № 1470);

-Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов, утвержденные Министерством экономики РФ, Министерством финансов РФ, Государственным комитетом РФ по строительной, архитектурной и жилищной политике от 21 июня 1999 г. № ВК 477;

-«Примерная форма составления бизнес – плана» (приложение 1 к постановлению Правительства Москвы «О ходе выполнения распорядительных документов Правительства Москвы по выводу хозяйственных обществ с участием города Москвы на рынок ценных бумаг» от 24 октября 2001 г. № 963-ПП);

-Требования к бизнес – плану и рекомендации по его составлению, разработанные Федеральным фондом поддержки малого предпринимательства (опубликованы интернет-сетью SIORA, созданной Российским агентством поддержки малого и среднего бизнеса, www.siora.ru);

-Методическое пособие по разработке бизнес – плана, подготовленное в рамках проекта TESIS Европейского Союза (опубликовано интернет-сетью SIORA,

⁵⁷ Федеральный закон «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» от 25 февраля 199 г. № 39-ФЗ, статья 1

созданной Российским агентством поддержки малого и среднего бизнеса, www.siora.ru);

-Паспорт промышленного инвестиционного и технологического объекта, утвержденный Организацией Объединенных Наций по промышленному развитию (www.unido.ru);

-Manual for the Preparation of Industrial Feasibility Studies, Manual for Small Industrial Businesses: Project Design and Appraisal, Manual for the Evaluation of Industrial Projects, Guidelines for Project Evaluation (United Nations Industrial Development Organization, www.unido.org).

Приложение 2 к настоящему руководству содержит (в сокращении) **пример бизнес-плана** (инвестиционный проект по организации производства крупногабаритного единичного оборудования), подготовленного в соответствии с Рекомендациями по составлению бизнес - плана инвестиционного проекта, представляемого на конкурс для получения финансовой поддержки из средств бюджета г. Москвы.

Структура инвестиционного проекта. Необходимо иметь в виду, что каждый проект уникален, его описание, хотя и укладывается в жесткую структуру, носит оригинальный характер. Приведенный ниже порядок разработки инвестиционного проекта и оформления бизнес-плана следует рассматривать не как шаблон, а как справочный материал, требующий адаптации к конкретным инвестиционным проектам.

Как правило, бизнес-план включает в себя следующие элементы:

- Паспорт предприятия
- Описание предприятия и отрасли;
- Финансово-экономический анализ деятельности предприятия;
- Производственный план;
- Анализ рынка и план маркетинга;
- Организационный план;
- Финансовый план;
- Резюме.

Рассмотрим ниже каждый элемент в отдельности.

4.3.1. Паспорт предприятия. Описание предприятия и отрасли

Паспорт предприятия. Краткое описание местонахождения, организационно-правового статуса предприятия, основного имущества, закрепленного за ним, основных видов деятельности, органов управления, банковских и других справочных реквизитов, идентифицирующих предприятие:

- наименование предприятия, юридический адрес и фактическое местонахождение, государственная регистрация, коды предприятия, банковские реквизиты;
- форма собственности, ее структура и состав собственников; величина уставного капитала; размещенные акции / паи;
- органы управления (совет директоров, правление) и их состав;

- численность работающих, основные виды деятельности; ассортимент продукции;
- земельные участки, здания и сооружения (аренда, права собственности);
- хозяйственный режим (льготы по уплате налогов, средства государственной поддержки)

Отрасль / подотрасль. Потенциальные инвесторы при анализе инвестиционного проекта обращают внимание, прежде всего, на состояние отрасли, в которой работает предприятие (стагнирующая, стабильная, растущая, инновационная). При этом более детальный анализ делается в отношении подотрасли, к которой принадлежит предприятие (например, мебельная промышленность / производство мебели для населения / производство мебели из натурального шпона).

В бизнес-плане отрасль характеризуется по следующим позициям (фактическое состояние, ретроспектива за 2 –3 года, прогнозируемая динамика):

- основные виды продукции;
- объем продукции в целом по отрасли и по основным ее видам (в натуральных и стоимостных единицах);
- перечень основных производителей с указанием их доли рынка;
- оценка общей потребности рынка по видам продукции, состояние и динамика спроса; степень его удовлетворенности;
- основные потребители по видам продукции;
- средний уровень цен по видам продукции;
- ресурсный потенциал отрасли;
- значимость отрасли в экономике и социальной сфере региона / страны;
- конкурентоспособность в сравнении с иностранными производителями аналогичной продукции;
- конкурентоспособность в сравнении с другими отраслями, производящими замещающую продукцию;
- основные тенденции.

Анализ динамики выпуска продукции позволяет определить характер отрасли: является ли она развивающейся, стабильной, стагнирующей или инновационной (основывается на недавно появившихся технологиях и изобретениях, отрасль только входит со своей продукцией на рынок).

Для потенциальных инвесторов в корпоративные облигации предпочтительными являются инвестиционные проекты в развивающихся / стабильных отраслях.

Информация о долях рынка основных производителей позволяет сделать вывод о характере рыночной ситуации: конкуренция, олигополия, монополия.

Необходимо раскрыть тенденции развития отрасли, прогнозируемые изменения в условиях конкуренции, в структуре продукции (выпуск новых позиций, снятие с производства, модернизация изделий и т.п.), другие изменения в спросе и предложении на продукцию, которые могут влиять на инвестиционный проект, его конкурентоспособность и риски.

Предприятие. Необходимо сравнить деятельность предприятия - эмитента с его основными конкурентами по следующим показателям (фактическое состояние, ретроспектива за 2 –3 года, прогнозируемая динамика):

- основные виды продукции предприятия, его специализация;

- доля предприятия на рынке (производство, потребление по основным видам продукции);
- доля экспортной продукции;
- стоимостная и натуральная динамика реализации продукции;
- цены в сравнении со среднерыночными;
- прибыли и рентабельность;
- активы предприятия;
- оборачиваемость активов;
- производительность труда;
- качественные особенности предприятия в сравнении с конкурентами (местоположение, продукция, ресурсный потенциал, кадры, техническая и технологическая база, торговые марки и т.п.);
- управление (организационная структура, дочерние и аффилированные компании, структура контроля за собственностью, политика распределения доходов, управленческие кадры, политика и философия менеджмента, трудовые отношения и т.д.);
- конкурентоспособность в сравнении с другими предприятиями, производящими замещающую продукцию;
- сильные и слабые стороны предприятия в сравнении с конкурентами (отечественными и иностранными производителями), его конкурентоспособность.

4.3.2. Финансово-экономический анализ деятельности предприятия

Временная глубина анализа. Финансово-экономический анализ предприятия осуществляется на основе данных финансовой отчетности за *последние 3 года*, а также на *последнюю квартальную дату текущего года*.

Цели анализа:

- характеристика текущего состояния экономики и финансов предприятия;
- оценка устойчивости финансового состояния, рисков предприятия и его текущей способности выполнить свои обязательства перед владельцами облигаций;
- оценка благоприятности финансово-экономических предпосылок для осуществления инвестиционного проекта;
- создание базы для прогноза экономической и финансовой динамики предприятия в ходе реализации инвестиционного проекта.

Структура анализа:

- **Операционные результаты** - динамика реализации, прибыли и себестоимости продукции, чистые активы, денежные потоки и их структура;
- **Оценка предприятия рынком ценных бумаг** (для открытых акционерных обществ, акции которых обращаются на биржах или внебиржевых организованных рынках) – соотношение цен на акции и финансовых параметров предприятия;
- **Прибыльность и покрытие прибылью процентных и рентных платежей** - доля прибыли в реализованной продукции, капиталоотдача (прибыль к капиталу), прибыльность активов (прибыль к активам), покрытие прибылью выплачиваемых процентов, рентных платежей, дивидендов по

привилегированным акциям;

- **Деловая активность, эффективность использования активов** - оборачиваемость активов в целом, оборачиваемость дебиторской задолженности, материальных запасов и запасов готовой продукции, оборачиваемость капитала и др.;
- **Финансовая устойчивость (уровень капитализации и финансовый рычаг)** - структура долгосрочных источников финансирования, доля в них капитала, структура капитала, финансовый рычаг (размер кратко- и долгосрочной задолженности, генерируемой капиталом, в сравнении с размером капитала компании, величина «финансовой подушки», состав кратко- и долгосрочной задолженности, в т. ч. постоянная, переходящая задолженность и долг, формируемый на основе рефинансирования, размеры ежегодного погашения задолженности (кратко- и долгосрочной);
- **Ликвидность и денежные потоки** - генерация денежных потоков, их структура и покрытие ими задолженности (кратко- и долгосрочной), текущая ликвидность (соотношение краткосрочных ликвидных активов и краткосрочных обязательств, покрытие последних оборотным капиталом), долгосрочная ликвидность, структура вложений средств, сформированных за счет долгосрочной задолженности (в т. ч. в оборотный капитал);
- **Материальное покрытие долга** - покрытие различных видов задолженности материальными активами, сформированными за счет указанной задолженности и акционерного капитала.

Источники информации. Основным источником информации для финансово-экономического анализа являются:

- **годовые отчеты** предприятий – открытых акционерных обществ – перед акционерами;

бухгалтерская отчетность предприятия: формы № 1 (бухгалтерский баланс), № 2 (отчет о прибылях и убытках), № 3 (отчет об изменениях капитала), № 4 (отчет о движении денежных средств), № 5 (приложение к бухгалтерскому балансу) (по состоянию на январь 2004 г.).

Аналитическая обработка информации. На основе бухгалтерского баланса формируется **агрегированный аналитический баланс**, в котором активы объединены в группы и ранжированы по ликвидности, а пассивы – по срочности. При анализе структуры активов и пассивов предприятия внимание уделяется изменениям, произошедшим за исследуемый период, и делается прогноз того, насколько благоприятны на перспективу финансово-экономические условия для реализации инвестиционного проекта.

С целью анализа динамики объема продаж, себестоимости, прибыли предприятия составляется **агрегированный отчет о финансовых результатах** на основе отчетов о прибылях и убытках.

Финансовые коэффициенты, традиционно используемые в российской практике. Хотя в финансовом анализе может использоваться множество финансовых коэффициентов, характеризующих отдельные стороны экономики предприятия, ряд из них является общепринятым в российской практике. Например:

-при анализе *оценки предприятия рынком ценных бумаг*:

- **Коэффициент цена / прибыль (P/E)** (один из самых известных коэффициентов, используемых для финансового анализа, рассчитывается как отношение цены акций к прибыли, приходящейся на одну акцию);
- **Рыночная / балансовая стоимость акций** (отношение рыночной к балансовой стоимости одной акции);

-при анализе *прибыли и рентабельности*:

- **Прибыль на акцию (primary EPS)** (один из самых известных коэффициентов в варианте, учитывающем возможное изменение числа акций в ближайшем будущем, рассчитывается как отношение чистой прибыли за вычетом налогов, процентов по долговым обязательствам и дивидендов по привилегированным акциям к среднему числу непогашенных акций, включая акции, которые возникнут в ближайшее время исходя из ожидаемого числа конвертаций в них прав на покупку акций и конвертируемых облигаций);
- **Рентабельность продаж** (отношение прибыли от продаж к себестоимости реализованной продукции);
- **Рентабельность активов** (отношение прибыли до выплаты процентов и налогов к средней величине активов предприятия в течение того периода, за который определяется рентабельность);
- **Рентабельность собственного капитала** – отношение чистой прибыли к средней величине собственного капитала предприятия в течение того периода, за который определяется рентабельность.

-при анализе *деловой активности, эффективности использования активов*:

- **Оборачиваемость совокупных активов предприятия** (в днях) (Продолжительность периода / (Выручка за период * Средняя величина активов));
- **Оборачиваемость собственного капитала** (в днях) (Продолжительность периода / (Выручка за период * Средняя величина собственного капитала));
- **Оборачиваемость кредиторской задолженности** (в днях) (Продолжительность периода / (Себестоимость продукции за период * Средняя величина кредиторской задолженности));
- **Оборачиваемость запасов** (в днях) (Продолжительность периода / (Себестоимость продукции за период * Средняя величина запасов));
- **Оборачиваемость дебиторской задолженности предприятия** (в днях) (Формула для расчета: Продолжительность периода / (Выручка за период * Средняя величина дебиторской задолженности));

- **Продолжительность операционного цикла предприятия** (сумма оборачиваемости запасов и оборачиваемости дебиторской задолженности);
- **Продолжительность финансового цикла предприятия** (разница между продолжительностью операционного цикла предприятия и оборачиваемостью кредиторской задолженности).

-при анализе **финансовой устойчивости (уровень капитализации и финансовый рычаг)**:

- **Коэффициент финансового рычага** рассчитывается как отношение величин заемного и собственного капиталов;
- **Коэффициент автономии собственных средств** – как отношение величины собственного капитала к валюте баланса предприятия;
- **Коэффициент финансовой зависимости** – как отношение величины заемного капитала к валюте баланса предприятия.

-при характеристике **ликвидности**:

- **Величина собственных оборотных средств** (разница между стоимостью оборотных активов и стоимостью краткосрочных обязательств предприятия). Значительная величина собственных оборотных средств свидетельствует о высокой ликвидности предприятия, низкая или даже отрицательная величина собственных оборотных средств указывает на проблемы обеспечения ликвидности предприятия;
- **Коэффициент текущей ликвидности** (отношение стоимости оборотных активов предприятия и стоимости краткосрочных обязательств). Чем выше данный коэффициент, тем лучше возможности предприятия рассчитаться по своим краткосрочным обязательствам;
- **Коэффициент срочной ликвидности** (отношение стоимости оборотных активов без учета товарно-материальных запасов и стоимости краткосрочных обязательств). Коэффициент срочной ликвидности характеризует степень обеспеченности краткосрочных обязательств более ликвидными активами (денежными средствами, краткосрочными финансовыми вложениями, дебиторской задолженностью);
- **Коэффициент абсолютной ликвидности** рассчитывается как отношение стоимости денежных средств, высоколиквидных финансовых вложений и краткосрочных обязательств и отражает долю краткосрочных обязательств, покрываемую за счет наиболее ликвидных активов предприятия.

Полученные финансовые показатели предприятия - эмитента необходимо сопоставить со среднеотраслевыми значениями и показателями наиболее успешных компаний - конкурентов. Значительные отклонения финансовых показателей предприятия - эмитента в худшую сторону от среднеотраслевых могут свидетельствовать о его неудовлетворительном финансовом состоянии, о проблемности экономики предприятия.

4.3.3. Производственный план

В разделе приводится *характеристика технологии производства*, дается обоснование ее выбора, в т.ч. краткий анализ других возможных (альтернативных) технологий производства, с указанием их преимуществ и недостатков и аргументацией выбора технологии.

Указываются основные *технико-экономические показатели производственного процесса*:

-*программа производства и реализации продукции*, в которой приводятся данные в натуральном измерении в разрезе видов продукции и сроков; распределение работ по кооперации между инициатором инвестиционного проекта и его субподрядчиками и контрагентами;

-*перечень и стоимостная характеристика основных фондов*, используемых при производстве продукции; *условия приобретения* оборудования (покупка, аренда, лизинг), *возведения зданий и сооружений*. По покупному оборудованию приводятся примерные цены, по оборудованию, планируемому к взятию в аренду, – величина арендных платежей, по оборудованию, приобретаемому с помощью лизинга, – предполагаемый объем лизинговых платежей;

-основные *виды сырья и материалов*, используемых при производстве продукции. Приводятся ориентировочные цены сырья и материалов и условия их поставок;

-общая *потребность в трудовых ресурсах*. Указывается планируемая численность работающих, расходы на оплату труда и отчисления на социальные нужды работников;

-используемая (с учетом порядка налогообложения) *форма амортизации* (простая, ускоренная) по приобретаемым основным средствам; нормы амортизационных отчислений.

4.3.4. Анализ рынка и план маркетинга

Основным назначением данного раздела является *обоснование цен* на продукцию и *прогноз объемов продаж продукции* на период реализации проекта. Необходимо привести аргументы, подтверждающие наличие спроса на производимую в соответствии с инвестиционным проектом продукцию и ее конкурентоспособность на рынке.

Анализ рынка предполагает прогнозную оценку спроса на продукцию, являющуюся результатом реализации инвестиционного проекта:

- патентная ситуация, торговые марки;
- сегментация рынка (продуктовая, географическая, клиентская, по каналам продаж);
- определение продуктовой ниши, на которую рассчитан инвестиционный проект;
- оценка состояния спроса и предложения в выделенных продуктовых нишах, доказательство неудовлетворенного спроса;

- прогноз состояния рынка и характеристика будущего неудовлетворенного спроса с учетом действий основных конкурентов и замещения продукции импортом;
- прогнозная оценка количественных, ценовых и качественных параметров продукции, на которую рассчитывает потребитель; обоснование цены, с которой продукция выйдет на рынок;
- прогнозное резюме, демонстрирующее перспективность инвестиционного проекта с позиций насыщения неудовлетворенного спроса на продукцию.

План маркетинга детально характеризует:

- основные цели и этапы, относящиеся к расширению рыночной ниши, росту клиентуры, увеличению продаж в стоимостном и натуральном выражении, вытеснении продукции конкурентов;
- продукцию, предлагаемую в результате реализации инвестиционного проекта, ее количественные и качественные характеристики,
- рыночную нишу (по клиентам, регионам, модификациям продукта);
- ценовую политику (включая цены проникновения на рынок, компоненты цены, стимулирующие продажи);
- стратегию продвижения продукции на рынок, каналы сбыта и послепродажного обслуживания, дополнительные услуги, содействующие продвижению продукции;
- организацию рекламирования и основные идеи в этой области, программы стимулирования продаж;
- систему информационной поддержки продвижения продукции.

4.3.5. Организационный план

Организационный план должен характеризовать:

-систему управления проектом (лица, структурные подразделения и организации, на которые возлагается ответственность за выполнение работ по проекту, распределение полномочий и функций, порядок контроля за осуществлением проекта, управление техническими, технологическими и другими организационными рисками, система информации и анализа исполнения проекта);

-график реализации инвестиционного проекта с указанием этапов работ, дат их начала и завершения (включая ответственных лиц по каждому этапу реализации инвестиционного проекта);

-систему управления финансовым разделом проекта (контроль движения денежных средств и своевременности платежей, управление финансовыми рисками, система информации и финансового анализа исполнения проекта).

4.3.6. Финансовый план

Назначением данного раздела являются **определение объемов** необходимых средств для реализации проекта, **отбор источников** финансирования, структурирование их во времени, **оценка экономической эффективности** проекта, **анализ чувствительности** проекта.

Для определения объема необходимых денежных средств и отбора источников финансирования составляется **финансовый план**. Основан на предположениях об уровне и структуре налогов, динамики валютного курса, инфляции, источниках финансирования инвестиционного проекта и затратах на привлечение средств в проект. Основными элементами финансового плана являются:

-прогноз прибылей – убытков (по кварталам), включающий прогнозные оценки объемов продаж, налоговых платежей, себестоимости, структурированной по отдельным видам затрат, чистых прибылей – убытков;

-прогноз движения денежных средств от операционной и финансовой деятельности, структурированный по отдельным направлениям притока и оттока денежных средств (по кварталам). В указанно прогнозе выявляется дефицит или избыток ресурсов (отрицательное или положительное сальдо денежных потоков) на каждом временном интервале. Интервальная динамика дефицита ресурсов служит основой для определения схемы финансирования;

-схема финансирования проекта (распределение поступающих средств по источникам финансирования, в т.ч. собственным, и финансовым инструментам, на основе которых осуществляется привлечение денежных ресурсов, исходя из предположений о периодичности поступлений и возврата средств, издержках на финансирование).

Финансовый план и его части разрабатываются **на вариантной основе** с тем, чтобы отразить объективные условия реализации инвестиционного проекта и обеспечить его реальную эффективность.

Оценка экономической эффективности проекта. Исходной информацией для определения эффективности инвестиционного проекта являются данные а) прогноза прибылей – убытков, б) прогноза движения денежных средств, в) схемы финансирования проекта.

Коммерческая эффективность инвестиционного проекта оценивается по следующим показателям:

- **Чистая приведенная стоимость (Net Present Value, NPV).** Разница между приведенной к настоящей стоимости (путем дисконтирования) суммой денежного потока за период эксплуатации инвестиционного проекта и суммой инвестируемых в его реализацию средств. Показатель позволяет получить наиболее обобщенную характеристику результата инвестирования, конечный эффект в абсолютной сумме. Критерием эффективности инвестиционного проекта является неотрицательность показателя чистой приведенной стоимости;
- **Внутренняя норма доходности (Internal Rate of Return, IRR).** Ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость равна нулю. Характеризует уровень доходности конкретного инвестиционного проекта, выражаемой ставкой дисконтирования, по которой настоящая стоимость денежного потока приводится к стоимости первоначально инвестированных средств;

- **Дисконтированный период окупаемости.** Срок, через который величина накопленного дисконтированного денежного потока превысит объем первоначальных инвестиций. Показатель характеризует не только эффективность капитальных вложений, но и уровень инвестиционного риска, связанного с ликвидностью. Это связано с тем, что чем длиннее период реализации проекта до полной его окупаемости, тем выше уровень инвестиционного риска. Дисконтированный период окупаемости – один из наиболее распространенных показателей для оценки инвестиционных проектов. Недостатками данного метода является то, что он не учитывает те денежные потоки, которые образуются после периода полной окупаемости капитальных вложений;
- **Индекс прибыльности (PI)** – определяется как отношение дисконтированных денежных потоков, связанных с проектом, и объема первоначальных инвестиций;
- **Срок окупаемости** (срок, через который величина накопленного денежного потока превысит объем первоначальных инвестиций). Недостатками данного показателя: он не учитывает распределение во времени денежных потоков, а также денежные потоки после окупаемости проекта.

При определении эффективности проекта в расчетах участвуют приростные денежные потоки, которые должны относиться только к реализации инвестиционного проекта и не должны отражать результаты текущей хозяйственной деятельности существующего предприятия.

Критериями привлекательности проекта является одновременное выполнение следующих условий:

- внутренняя норма доходности (IRR) превышает ставку дисконтирования;
- индекс прибыльности (PI) превышает единицу;
- чистая приведенная стоимость (NPV) положительна;
- срок окупаемости инвестиций не превышает расчетный период.

Анализ чувствительности проекта. В финансовом плане необходимо провести анализ чувствительности проекта – оценки его финансовой устойчивости (изменений показателей эффективности проекта (NPV, IRR) при изменении исходных данных):

- объема продаж;
- цены реализации;
- производственных затрат;
- уровня инфляции;
- объема инвестиций.

Чем шире диапазон параметров, в котором показатели эффективности остаются в пределах приемлемых значений, тем выше «запас прочности» проекта и тем лучше он защищен от колебаний различных факторов, оказывающих влияние на результаты реализации проекта.

4.3.7. Риски проекта

Дается характеристика рисков, связанных с реализацией инвестиционного проекта, включая:

-внешние риски, не зависящие от инициатора проекта (правовые, политические, макроэкономические, включая системный, валютный и инфляционный риски, риск форс-мажорных обстоятельств);

-технические, технологические, кадровые, организационные и другие операционные риски;

-рыночные риски (изменение структуры потребностей, сокращение спроса на продукцию, являющуюся объектом инвестиционного проекта, в результате изменения технологий, появления новых видов замещающей продукции с лучшими потребительскими качествами и т.п.)

-финансовые риски (кредитный, процентный, ликвидности, рыночный).

4.3.8. Формирование резюме

Вводная часть или резюме проекта – это характеристика проекта, раскрывающая цели проекта, краткое его описание и доказательства привлекательности проекта. Резюме проекта составляется на последнем этапе формирования бизнес-плана и содержит общую характеристику всего проекта. Резюме формируется на основе результатов и выводов, полученных в других частях проекта.

4.4. Информационная база для подготовки пакета документов, необходимых для регистрации облигационного займа

При формировании информационной базы для подготовки пакета документов для регистрации облигационного займа должны быть учтены требования *Стандартов эмиссии ценных бумаг*, в котором перечислены документы, представляемые для государственной регистрации выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг, определен порядок оформления решения о выпуске ценных бумаг и проспекта ценных бумаг (в случае если государственная регистрация выпуска облигаций должна сопровождаться регистрацией проспекта).

Перечень сведений и документов, запрашиваемых от предприятия-эмитента для подготовки пакета документов для регистрации выпуска облигаций включает в себя (на начало 2004 г.):

Копии документов

Все редакции уставов и изменений и дополнений к ним;

Протоколы утверждения уставов и изменений;

Копия свидетельства о государственной регистрации предприятия;

Годовая бухгалтерская отчетность предприятия (5 форм) за три последних года с отметкой налоговой инспекции;

Аудиторские заключения за три последних года;

Учетная политика за три последних года;

Сводная (консолидированная) бухгалтерская (финансовая отчетность предприятия и его дочерних и зависимых обществ за три последних года (консолидированная отчетность представляется по типовым формам и в объеме в соответствии с требованиями Министерства финансов РФ). В случае, если предприятие освобождено от составления такой отчетности, указать основание;

Справка Госкомстата;

Справка о полной оплате уставного капитала;

Письмо о присвоении ИНН.

Информация для подготовки Проспекта облигаций

1. Телефон, факс, адрес электронной почты;
2. Сведения о наличии лицензий;
3. Сведения об аудиторе: наименование, место нахождения, ИНН, почтовый адрес, телефон, факс, адрес электронной почты, данные о лицензии аудитора: номер лицензии, дата выдачи, срок действия, орган выдавший лицензию; Ф.И.О., должность, уполномоченного лица аудиторской фирмы;
4. Наименование кредитных организаций, в которых открыты расчетные и иные счета предприятия: полные и сокращенные фирменные наименования, места нахождения, почтовые адреса, идентификационные номера налогоплательщика кредитных организаций, в которых открыты расчетные и иные счета предприятия, тип счета, номер счета, БИК, корр.счет.
5. Сведения об участниках предприятия, в т.ч. данные о доле государства (муниципального образования) в уставном капитале и специальных правах.
6. Информация о членах совета директоров:
 - фамилия, имя, отчество,
 - год рождения,
 - все должности, занимаемые данным лицом в предприятия и других организациях за последние 5 лет и в настоящее время, в том числе по совместительству,
 - доли в уставном капитале предприятия и его дочерних и зависимых обществ, а также основном (материнском) обществе.
7. Информация об единоличном и коллегиальном исполнительных органах управления:
 - фамилия, имя, отчество;
 - год рождения;

- должности, занимаемые ими, в предприятия и других организациях за последние 5 лет и в настоящее время в хронологическом порядке, в том числе по совместительству;
 - доли в уставном капитале предприятия и его дочерних и зависимых обществ, а также основного (материнского) общества.
8. Все виды вознаграждения, выплаченного предприятием в совокупности членам совета директоров, генеральному директору, членам правления, за три последних месяца, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций (май, июнь, июль), в том числе заработная плата, премии, комиссионные, а также иные имущественные предоставления, сделанные им.
9. Сведения о юридических лицах, в которых предприятие владеет не менее чем 5% уставного капитала (для акционерных обществ – также не менее чем 5 % голосующих акций).
10. Доли участия в уставном капитале предприятия каждого из юридических лиц, в которых предприятие владеет не менее чем 5 процентами уставного капитала (для акционерных обществ – также не менее чем 5 % голосующих акций), а также лиц, осуществляющих функции единоличных исполнительных органов, членов коллегиальных исполнительных органов и членов советов директоров (наблюдательных советов) этих юридических лиц.
11. Другие аффилированные лица предприятия, не перечисленные в предыдущих пунктах.

Для юридических лиц указываются:

- полное и сокращенное фирменное наименование юридического лица,
- место нахождения и почтовый адрес,
- идентификационный номер налогоплательщика.

Для физических лиц указываются:

- фамилия, имя, отчество,
- должности, которые они занимают в ООО, его дочерних и зависимых обществах, основном (материнском) обществе, управляющей организации, а также наименование субъектов Российской Федерации, городов (поселков, сел, населенных пунктов), в которых они проживают.

12. Участие предприятия в промышленных, банковских, финансовых группах, холдингах, концернах и ассоциациях.
13. Указать промышленные, банковские, финансовые группы, холдинги, концерны, ассоциации, в которых участвует предприятие, роль (место) и функции предприятия в этих организациях.
14. Филиалы и представительства предприятия.
15. Наименования, даты открытия, места нахождения и почтовые адреса всех филиалов и представительств предприятия в соответствии с его уставом (учредительными документами), а также фамилии, имена и отчества руководителей всех филиалов и представительств предприятия, а также сроки

действия выданных им предприятия доверенностей и их доли участия в уставном капитале предприятия.

16. Количество работников предприятия.
17. Указать среднесписочную численность работников предприятия, включая работников, работающих в его филиалах и представительствах, также размер отчислений на заработную плату и социальное обеспечение за три завершённых финансовых года.
18. Описание основных видов деятельности эмитента:
19. Кратко описать историю образования и деятельности предприятия. Указать цели создания предприятия.
20. Описать виды продукции (работ, услуг), обеспечившие не менее чем 10 процентов объема реализации (выручки) предприятия за три завершённых финансовых года, а также за последний квартал, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций.
21. Указать все виды экспортной продукции (работ, услуг).
22. Указать динамику изменения отпускных цен на продукцию (работы, услуги) предприятия, в том числе в сравнении с индексом потребительских цен или индексом цен производителей промышленной продукции, публикуемым Госкомстатом России.
23. Описать систему сбыта по каждому из указываемых основных видов продукции (работ, услуг) предприятия в процентах от объема реализации.
24. Структура затрат на производство и реализацию продукции (работ, услуг).
25. Указать полные фирменные наименования поставщиков предприятия, на которых приходится не менее 10 процентов всех поставок товарно-материальных ценностей, и их доли в общем объеме поставок. Отдельно указывается, какую часть в поставках предприятия занимает импорт. Дать прогнозы предприятия в отношении доступности этих источников в будущем.
26. Рынки сбыта продукции (работ, услуг) предприятия
27. Указать полные фирменные наименования потребителей, на оборот с которыми приходится не менее чем 10 % общей выручки от реализации продукции (работ, услуг) предприятия, и их доли в общем объеме реализации.
28. Описать возможные негативные факторы, которые могут повлиять на сбыт продукции (работ, услуг).
29. Практика деятельности в отношении запасов.
30. Описать политику предприятия в отношении оборотного капитала и запасов, включая коэффициент оборачиваемости запасов и методы его расчета.

31. Основные конкуренты.
32. Описать конкурентные условия деятельности предприятия, в том числе указать конкретные рынки, на которых предприятия осуществляет или намерено осуществлять деятельность, основные существующие и предполагаемые конкуренты предприятия. Приводятся значения долей, занимаемых, по мнению предприятия, им самим и его конкурентами в процентах за три завершённых финансовых года, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций.
33. Привести анализ факторов конкурентоспособности предприятия в зависимости от их важности.
34. Факторы риска.
35. Привести подробный анализ факторов риска, которым будут подвергаться владельцы облигаций предприятия.
36. Указать возможные факторы, которые могут повлиять на исполнение предприятием обязательств перед владельцами облигаций.
37. Сведения о санкциях, наложенных на предприятие, и участие предприятия в судебных процессах.
38. Указать административные санкции, налагавшиеся на предприятия органами государственной власти, судом (в том числе третейским) за три финансовых года, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций.
39. Описать суть всех судебных процессов, продолжающихся или закончившихся в последнем квартале перед утверждением Решения о выпуске ценных бумаг, которые могут существенно повлиять на деятельность предприятия.
40. Договорные и прочие обязательства предприятия.
41. Описать существенные условия каждой сделки (нескольких взаимосвязанных сделок), которая должна быть совершена или исполнена в течение шести месяцев с даты утверждения Решения о выпуске облигаций, если сумма этой сделки (сделок) составляет не менее 10 % балансовой стоимости активов предприятия на дату последнего завершённого отчетного квартала, предшествующего утверждению Решения о выпуске облигаций.
42. Описать прочие обязательства предприятия, не исполненные предприятием на дату утверждения Решения о выпуске облигаций, в случае, если их размер составляет не менее 5 % балансовой стоимости активов предприятия на дату последнего завершённого отчетного квартала, предшествующего утверждению Решения о выпуске облигаций.
43. Кредитная история эмитента.
44. Описать исполнение предприятием обязательств по действовавшим ранее и действующим на момент утверждения Решения о выпуске облигаций кредитным договорам и/или договорам займа, сумма основного долга по

которым составляет не менее 10 % стоимости чистых активов предприятия на дату последнего завершенного отчетного квартала, предшествующего заключению соответствующего договора.

45. Неисполненные обязательства предприятия.
46. Указываются все не исполненные предприятием обязательства (за исключением административных санкций, указанных в п. 22), срок исполнения которых наступил не позднее трех лет, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций.
47. Указать все неисполненные обязательства предприятия по кредитным договорам или договорам займа, а также по выпущенным долговым ценным бумагам (векселям, др.), срок исполнения которых наступил не позднее трех лет, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций.
48. Данные о финансовом положении эмитента.
49. Основные средства
50. Указать первоначальную (восстановительную) стоимость основных средств и величину начисленной амортизации (износа).
51. Указать результаты последней переоценки основных средств и долгосрочно арендуемых основных средств, осуществленной в течение трех лет, предшествующих году перед утверждением Решения о выпуске облигаций, с указанием даты проведения переоценки, полной и остаточной (за вычетом амортизации) балансовой стоимости основных средств до переоценки и полной и остаточной (за вычетом амортизации) восстановительной стоимости основных средств с учетом этой переоценки.
52. Указать способ проведения переоценки основных средств (по коэффициентам Государственного комитета Российской Федерации по статистике, по рыночной стоимости соответствующих основных средств, подтвержденной документами или экспертными заключениями. При наличии экспертного заключения необходимо указать методику оценки).
53. Стоимость недвижимого имущества предприятия.
54. Представить укрупненный перечень имущества предприятия
55. Нематериальные активы предприятия.
56. В случае вноса нематериальных активов в уставный (складочный) капитал (паевой фонд) или поступления в безвозмездном порядке раскрывается информация о методах оценки нематериальных активов и их оценочной стоимости.
57. Финансовые вложения предприятия
58. Представляется перечень финансовых вложений предприятия, которые составляют не менее 10 процентов всех его финансовых вложений на конец

последнего финансового года перед утверждением Решения о выпуске облигаций. Данный перечень представляется отдельно по эмиссионным ценным бумагам, неэмиссионным ценным бумагам и иным финансовым вложениям предприятия (вклады в уставные капиталы обществ с ограниченной ответственностью и т.д.).

59. Предоставляется информация о созданных резервах под обесценение ценных бумаг. В случае создания резерва под обесценение ценных бумаг указать величину резерва на начало и конец последнего заверченного финансового года и последнего квартала перед утверждением Решения о выпуске облигаций.
60. Предоставляется информация о величине потенциальных убытков, связанных с банкротством организаций (предприятий), в которые были произведены инвестиции, по каждому виду указанных инвестиций. В случае, если средства предприятия размещены на депозитных или иных счетах в банках и иных кредитных организациях, в которых Центральным банком Российской Федерации была назначена временная администрация, отозвана лицензия либо которые были признаны банкротами в соответствии с законодательством Российской Федерации, предоставляется информация о величине потенциальных убытков в связи с этими событиями. Информация об убытках предоставляется в оценке предприятия по финансовым вложениям, отраженным в балансе предприятия за последний квартал перед утверждением Решения о выпуске облигаций.
61. Совместная деятельность эмитента.
62. Раскрывается информация о совместной деятельности, которую предприятие ведет с другими организациями за последний заверченный финансовый год и за последний квартал перед утверждением Решения о выпуске облигаций. При этом указывается величина вложений, цель вложений (получение прибыли, иные цели) и полученный финансовый результат за последний заверченный финансовый год и последний квартал перед утверждением Решения о выпуске облигаций по каждому виду совместной деятельности.
63. Дебиторская и кредиторская задолженность.
64. Раскрывается информация о размере и сроках погашения дебиторской и кредиторской задолженности предприятия на конец последнего заверченного отчетного квартала, предшествовавшего дате утверждения Решения о выпуске.
65. Структура кредиторской задолженности.
66. Описать структуру кредиторской задолженности предприятия в зависимости от срока исполнения обязательств.
67. Если у предприятия имеется кредиторская задолженность, обеспеченная залогом, то указываются величина такой кредиторской задолженности, форма и размер залога в денежном выражении, а также перечень заложенного имущества.

68. Если у предприятия существуют дочерние предприятия, то указываются общие размеры кредиторской задолженности между основными и дочерними обществами, а также размеры кредиторской задолженности каждого из дочерних обществ между собой.
69. При наличии просроченной кредиторской задолженности указываются ее основные условия (процентная ставка, штрафные санкции, пени) и предполагаемые сроки погашения.
70. Структура дебиторской задолженности.
71. Раскрывается структура дебиторской задолженности в зависимости от срока исполнения обязательств.
72. При наличии просроченной дебиторской задолженности указываются ее основные условия (процентная ставка, штрафные санкции, пени) и предполагаемые сроки погашения.
73. Денежные средства
74. При наличии остатков по замороженным (заблокированным) банковским счетам необходимо раскрыть информацию о величине остатков денежных средств на таких счетах, наименовании банков, причине и сроках замораживания средств эмитента.
75. Резервы
76. Указать информацию о величине созданного резерва по сомнительным долгам и методике расчета этого резерва, а также об истребованной кредиторской задолженности, которая ранее была признана сомнительной и под которую создавался резерв по сомнительным долгам в случае, если она не была отражена в бухгалтерской отчетности за соответствующий период.
77. Указать сведения о формировании и использовании средств резервного фонда за три завершающих финансовых года, предшествующих дате утверждения Решения о выпуске облигаций.
78. Указать информацию о других резервах, созданных на предприятии, их величине и методике расчета.

4.5. Инвестиционный меморандум о выпуске облигаций

Понятие инвестиционного меморандума. Инвестиционный меморандум (или информационный меморандум) является аналитическим материалом, предназначенным для потенциальных инвесторов и дополняющим проспект ценных бумаг, содержащим углубленную аналитическую характеристику выпуска ценных бумаг и его параметров, деятельности эмитента и его финансового положения, рисков, связанных с его облигациями.

Требование составления инвестиционного меморандума не содержится ни в одном из нормативных актов. Вместе с тем его подготовка является обычаем делового оборота, полностью соответствующим международной практике.

В отличие от проспекта ценных бумаг инвестиционный меморандум, будучи предназначенным для потенциальных инвесторов, не содержит первичной информации, полностью сосредотачиваясь на анализе рисков эмитента и обосновании параметров эмиссии.

Содержание инвестиционного меморандума. Меморандум содержит, по меньшей мере:

-**основные параметры и аналитическую характеристику** выпуска ценных бумаг, включая обоснование количественных и ценовых параметров выпуска; анализ его обеспечения (залог, гарантии, поручительства и т.п.); **указание** на особенности и ограничения в размещении и организации обращения ценных бумаг, если они существуют и вызывают дополнительные риски; **характеристику** планируемого эмитентом целевого использования средств, привлеченных на основе размещения выпуска ценных бумаг (если это возможно и раскрывается эмитентом), основных параметров и рисков инвестиционных проектов, в которые будут вложены привлеченные средства;

-**анализ** экономического и финансового состояния эмитента в текущем году, его динамики за три истекших года, включая **раскрытие** структуры собственности, степени зависимости и аффилированности с другими лицами, урегулированности конфликтов интересов и соблюдения норм корпоративного поведения; урегулированности отношений с государством и возможные конфликты в этой области (просроченная задолженность по платежам в бюджет, претензии по налоговым нарушениям, наложенные или ожидаемые санкции, штрафы, пени, судебные иски со стороны государства и его органов, негативные результаты проверок Счетной палаты РФ, наличие депутатских запросов по нарушениям в деятельности эмитента и др.); аналитическую **характеристику** бухгалтерского баланса, отчетности о финансовых результатах, показателей и нормативов, характеризующих эффективность хозяйственной деятельности; кредитную историю эмитента; **анализ** потенциала эмитента в среднесрочной перспективе (прогнозируемая динамика продаж, прибыли, финансового положения, предполагаемое изменение конкурентоспособности, положения на рынке, важнейшие новые продуктовые линии, заказы, ключевые инвестиционные проекты, ожидаемые усилия в области модернизации производства и системы управления, принятая политика развития и ее финансовые аспекты, прогнозируемые риски);

-**факторный анализ** рисков, относящихся к выпуску ценных бумаг и эмитенту, включая кредитный риск, риск ликвидности, рыночный риск; **аналитическое раскрытие** информации о рейтингах, присвоенных эмитенту и его выпускам ценных бумаг;

-**другую информацию** по усмотрению эмитента, андеррайтера и / или со-андеррайтера выпуска ценных бумаг, раскрывающую особенности эмитента, выпуска ценных бумаг и присущие им риски.

Структура информационного меморандума обычно включает такие разделы, как:

- основные параметры выпуска облигаций;
- аналитическая характеристика деятельности эмитента;
- финансовый анализ деятельности эмитента;
- факторы риска, связанные с приобретением облигаций эмитента;

-приложения, содержащие аналитическую информацию (с более высокой степенью аналитической обработки в сравнении с проспектом ценных бумаг).

Глава 5. Оценка стоимости и методы расчета доходности корпоративных облигаций

5.1. Оценка теоретической стоимости облигаций

Показатели *теоретической стоимости ценных бумаг* (акций или облигаций) используются для сравнения с рыночной стоимостью финансовых активов и определения их недооцененности / переоцененности. Расчеты теоретической стоимости акций и облигаций осуществляются на основе *дисконтирования будущих потоков платежей*.

Теоретическая стоимость облигации определяется как *настоящая стоимость* ожидаемого денежного потока платежей.

Ожидаемый денежный поток по купонным облигациям состоит из выплат по процентам во время существования облигации (от момента эмиссии до момента погашения облигаций) плюс выплата основной суммы займа (т.е. номинала облигации). Следовательно, настоящую стоимость облигации можно определить следующим образом:

$$P = \sum_{t=1}^n \text{INT}/(1+K_d)^t + M/(1+K_d)^N, \quad (1.1)$$

Или

$$P = \text{INT} \sum_{t=1}^n 1/(1+K_d)^t + M/(1+K_d)^N; \quad (1.2)$$

$$P = \text{INT}(\text{PVIFA}_{K_d,N}) + M(\text{PVIF}_{K_d,N}), \quad (1.3)$$

где

P-	Теоретическая оценка (стоимость облигации);
INT-	Купонный доход (выплаты по процентам);
M-	Номинальная стоимость облигации;
\bar{P} -	Рыночная стоимость облигации;
$\text{PVIFA}_{K_d,N}$	Коэффициент дисконтирования аннуитета (потока купонных платежей);
$\text{PVIF}_{K_d,N}$	Коэффициент дисконтирования одного платежа (номинала);
q -	Купонная ставка, т.е. та фиксированная процентная ставка, из расчета которой выплачивается купонный доход за год.

В этом случае $\text{INT} = M \times q$;

K_d - Текущая курсовая ставка (или ставка помещения, в дальнейших расчетах ее значение принимается равным ставке рефинансирования);

N - Количество лет, оставшееся до погашения облигации.

В качестве примера **расчета теоретической стоимости облигации** рассмотрим облигацию со следующими параметрами: предположим, купонная ставка по облигации номинала в 1000 рублей составляет 15%. Срок до погашения облигации 15 лет. Необходимо оценить стоимость облигации в момент выпуска, через 1 год после выпуска, через 2 года, через 5 лет.

Результаты расчетов приведены в **Приложении 3 (таблицы 1 – 2)**.

Приведем графическую интерпретацию полученных результатов на рисунке 1. В качестве параметра t использован показатель времени, прошедшего с момента эмиссии облигации.

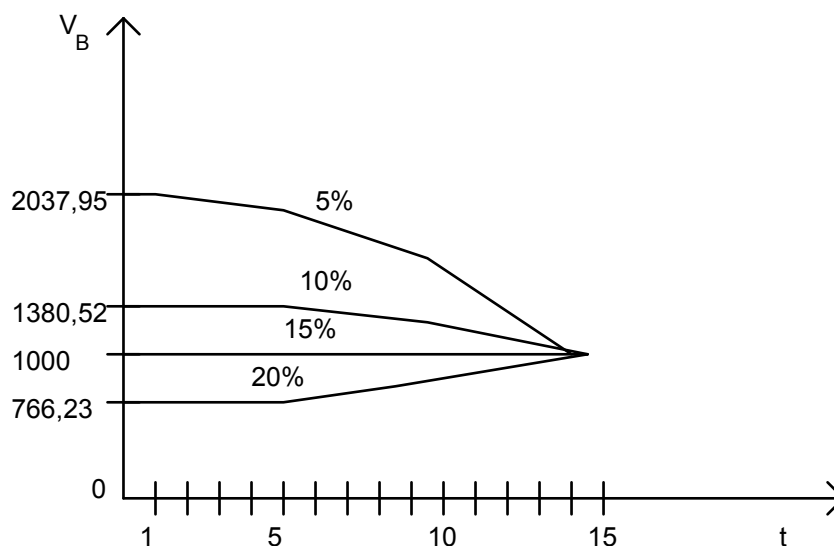


Рисунок 1. Зависимость теоретической стоимости облигации от срока до погашения. (t - срок, прошедший с момента эмиссии облигации)

Анализ **таблицы 1** в **приложении 3** и графика на **рис. 1** позволяет сформулировать **следующие выводы**:

1. В том случае, когда купонная ставка совпадает с текущей курсовой ставкой, теоретическая оценка облигации всегда совпадает с номинальной стоимостью. Как правило, в момент выпуска облигации купонная ставка устанавливается на уровне текущей курсовой ставки.

2. В том случае, когда текущая курсовая ставка выше, чем купонная ставка, цена облигации становится ниже номинала, иначе говоря, облигация продается с дисконтом.

3. В то случае, когда текущая курсовая ставка ниже, чем купонная ставка, цена облигации становится выше номинала, иначе говоря, облигация продается с премией.

4. Рыночная стоимость облигации стремится с приближением даты погашения к номиналу.

Проанализировав данные *табл. 1 – 2 приложения 3*, можно сделать следующие выводы:

1. При фиксированной купонной ставке и изменяющейся текущей курсовой ставке возрастание текущей курсовой ставки приводит к снижению влияния купонной ставки на оценку облигации (*табл. 2 приложения 3*).

2. В целом влияние купонной ставки на оценку облигации снижается с приближением срока ее погашения, а влияние номинала возрастает.

3. Чем больше купонная ставка при заданной текущей курсовой ставке, тем выше оценка облигации; при меньшей курсовой ставке оценка облигации изменяется резче (кривая с меньшей купонной ставкой "круче" и расположена ниже кривой с большей купонной ставкой, *табл. 2 приложения 3*).

Знание этих закономерностей позволяет инвестору рациональнее управлять своим портфелем.

Экономически интерпретируем формулу (1.1). Допустим, выпускается некая облигация в момент времени t . Очевидно, что купонная ставка в этот момент устанавливается примерно равной ставке, существующей в данном экономическом пространстве (например, ставке рефинансирования).

Предположим, ставка рефинансирования падает, соответственно, доход, приносимый облигацией, становится больше, чем в том случае, если бы эта сумма была помещена на депозит в банк, отсюда и рост цены облигации. Предпочтительнее покупка облигации.

В противном случае, при росте ставки рефинансирования наблюдается, с точки зрения инвестора, "бегство от облигаций", приносящих более низкий доход по сравнению хотя бы с помещением данной суммы на банковский депозит.

5.2. Расчет показателей текущей доходности и полной доходности облигаций

Показателем *текущей доходности* облигации (D) называется отношение дохода, полученного за год (INT) к рыночной цене облигации или ее оценке (\bar{P})

$$D = (INT/\bar{P}) \times 100\%. \quad (1.4)$$

Расчет показателя *полной доходности* (иногда ее называют доходностью за все время существования облигации или *доходностью к погашению*) (традиционно она обозначается YTM) - задача, обратная оценке облигации по известной курсовой ставке и известном сроке погашения облигации. Другими словами, необходимо определить доходность облигации, купленной по данной цене.

Разработаны эмпирические зависимости, позволяющие рассчитать показатель доходности к погашению следующим образом:

$$YTM = \frac{INT + (M - \bar{P})/N}{0,4M + 0,6\bar{P}}; \quad (1.5)$$

$$YTM = \frac{INT + (M - \bar{P})/N}{(M + \bar{P})/2}. \quad (1.6)$$

5.3. Оценка облигаций в случае m – кратного начисления процентов в год

Допустим, предполагается m – кратное начисление и выплата дохода по облигациям в течение года. Как оценить в этом случае стоимость облигации? Очевидно, что процентная ставка $K'_d = K_d / m$; купонная ставка $q' = q / m$, соответственно уменьшается в m раз доход по процентам $INT' = INT / m = M \times q'$. Количество периодов начисления возрастает в m раз. Таким образом, оценка облигации может рассчитываться с помощью уравнения

$$\begin{aligned} P &= \sum_{t=1}^{mN} (INT/m)/(1+K_d/m)^t + M/(1+K_d/m)^N = \\ &= INT/2(PVIFA_{K_d/m, mN} + M(PVIF_{K_d/m, mN})). \end{aligned} \quad (1.7)$$

Поставив обратную задачу нахождения доходности и используя вышеупомянутый алгоритм, можно рассчитать доходность облигации при владении ею до срока погашения.

5.4. Расчет показателя доходности облигаций с нулевым купоном

По некоторым облигациям (т.н. zero-купоном) не выплачивается доход, но продаются они со скидкой против их номинальной стоимости. Этот дисконт и является формой дохода для инвестора. Данный доход реализуется в момент погашения. Доходность в этом случае рассчитывается как отношение дохода к цене облигации.

Если предположить, что теоретическая стоимость в этом случае определяется как

$$P = M/(1+K_d)^N, \quad (1.8)$$

то, соответственно, доходность к погашению может быть определена

$$YTM = \sqrt[N]{\frac{M}{P}} - 1. \quad (1.9)$$

Указанные фундаментальные зависимости широко используются в практике определения доходности различных видов облигаций (как государственных, так и корпоративных).

5.5. Облигации с фондом погашения (амортизируемые облигации)

Рассмотрим облигации, называемые облигациями с фондом погашения (*амортизируемые облигации*). Компания, выпускающая облигации указанного вида, принимает на себя обязательства по ежегодному, определенными порциями погашению долговой эмиссии. Для облигаций с фондом погашения существует проблема определения показателя *среднего срока до погашения*, иногда его называют показателем *средней жизни облигации*.

Поскольку части эмиссии выкупаются до срока погашения и, строго говоря, срок погашения, определенный при эмиссии, не соответствует реальному, то возникает необходимость определения некоторого среднего срока до погашения:

$$\bar{N} = \frac{\sum_{i=1}^N n_i INT_i}{\sum_{i=1}^N INT_i}, \quad (1.10)$$

- Где \bar{N} - средний срок до погашения (средняя жизнь облигации);
 N' - дата начала выкупа части эмиссии;
 n_i - количество лет до погашения i -й части эмиссии;
 N - дата конца выкупа части эмиссии (как правило, совпадает со сроком погашения);
 INT_i - ожидаемый поток платежей (для инвестора) или выплат (для эмитента).

Пример: Допустим, Вы владеете пятилетней облигацией с купонной ставкой, равной 10%, номиналом 1000 рублей и ценой 1079,9 рублей. Эта облигация имеет фонд погашения. При этом схема выкупа предполагает, что $\frac{1}{3}$ оставшейся эмиссии выкупается после 3-х лет, $\frac{1}{3}$ - после 4-х лет, а $\frac{1}{3}$ - после 5-ти лет.

Определим показатель среднего срока до погашения облигации. Результаты расчетов приведены в *табл. 5.1*.

Таблица 5.1.

Расчет показателя среднего срока до погашения облигации

Год	Выкуп, %	Купонные выплаты, руб.	Поток выкупных платежей, руб.	Общий поток платежей, руб.
1 – й	0	100,0	-	100,0
2 – й	0	100,0	-	100,0
3 – й	33,33	100,0	333,3	433,3
4 – й	33,33	66,7	333,3	400,0
5 – й	33,33	33,3	333,4	366,7

Средний срок до погашения (средняя жизнь облигации \bar{N}) определяется следующим образом:

$$\bar{N} = \frac{(3 \times 333,3) + (4 \times 333,3) + (5 \times 333,3)}{333,3 + 333,3 + 333,4} = 4,0$$

Показатель *средней жизни облигации*, с одной стороны, важен сам по себе, но с другой стороны особое значение он приобретает при использовании его в определении показателя *доходности к средней жизни облигации* (Yield Average Life - YAL).

Этот показатель рассматривается аналогично показателю доходности к погашению, но в качестве N используется расчетный показатель \bar{N} - средняя жизнь облигации. Он используется как при сравнении облигаций с одинаковыми сроками и показателями доходности, но разными схемами выкупа, так и при разных показателях доходности.

Недостаток метода состоит в том, что ожидаемый поток платежей не рассматривается с точки зрения его настоящей стоимости.

Существуют показатели, в которых устранен этот недостаток: это показатели *эквивалентной жизни облигации* и *доходности к эквивалентной жизни облигации*. (Yield Equivalent Life – YEL).

Эквивалентная жизнь облигации - средневзвешенная дата выкупов, взвешенных по потоку выкупных платежей, продисконтированных по ставке доходности к эквивалентной жизни (YEL). Результаты расчетов приведены в *табл. 5.1*.

Доходность к эквивалентной жизни облигации определяется исходя из следующего соотношения:

$$1079,9 = \frac{100}{1 + YEL} + \frac{100}{(1 + YEL)^2} + \frac{433,3}{(1 + YEL)^3} + \frac{400,0}{(1 + YEL)^4} + \frac{366,7}{(1 + YEL)^5}.$$

Отсюда по указанному алгоритму находим YEL. С учетом найденного показателя определяем значение настоящей стоимости каждого элемента потока платежей, а затем - показатель эквивалентной жизни, который в данном случае равен 3,951 года.

Очевидно, что значение показателя эквивалентной жизни облигации будет всегда меньше значения показателя средней жизни.

Глава 6. Финансовый инжиниринг облигаций и разработка Концепции облигационного займа

6.1. Конструирование корпоративных облигаций

6.1.1. Основы финансового инжиниринга корпоративных облигаций

Понятие финансового инжиниринга облигаций

Финансовый инжиниринг - деятельность по созданию (конструированию и введению на рынок) новых разновидностей корпоративных облигаций и других финансовых инструментов в соответствии с потребностями эмитентов и инвесторов в ликвидности, прибыльности, специальных стратегиях, при поддержании необходимого уровня финансовых и других рисков.

Массовая продукция финансовых инженеров - новые виды финансовых инструментов и операций, призванные учесть изменяющиеся потребности и спрос широкого круга инвесторов и эмитентов, обеспечить удобства в совершении финансовых операций, уловить основные тенденции рынка, такие как, например, секьюритизация и глобализация (примеры - облигации с плавающей процентной ставкой, конвертируемые облигации, депозитные сертификаты, еврооблигации, спекулятивные «бросовые» облигации, стриппы, и т.п.).

Для крупных оптовых клиентов финансовый инжиниринг обеспечивает единичное создание сложных **структурированных финансовых продуктов (финансовых инструментов или финансовых стратегий)**, в которых комбинируются облигации и другие базовые и производные финансовые инструменты, разнообразные юридические формы и финансовые операции, связанные с фиксацией и передачей имущественных прав. Наиболее частое предназначение финансового инжиниринга - управление структурой акционерного и привлеченного капитала, портфелем финансовых активов, перераспределение и торговля рисками, специальные стратегии (оптимизация налогов, реструктурирование бизнеса, реструктурирование проблемных долгов, организация контроля за материальными и денежными потоками, привлечение финансовых ресурсов в проблемных ситуациях и т.д.).

Любой из профессионалов, работающих на рынке ценных бумаг, в силу природы своих занятий – **финансовый инженер**, конструктор финансовых продуктов, ценных бумаг, каждая из которых имеет множество модификаций и призвана в этом качестве найти своего инвестора, найти покупателя, чьим вполне конкретным интересам она будет соответствовать.

Фантазия, расчет, интуиция, чувство моды, знание жизненных интересов инвесторов – все это должно быть неотъемлемыми чертами финансового инженера.

Соответственно, **финансовый инжиниринг корпоративных облигаций** должен отвечать следующим **целям и принципам**.

Цели финансового инжиниринга облигаций

Цели финансового инжиниринга на рынке облигаций – конструирование таких параметров корпоративных облигаций, при которых, с одной стороны, достижение

основных целей эмитента, потребует от него наименьших затрат, а с другой – инвестиционная привлекательность инструмента будет максимально возможной.

Принципы финансового инжиниринга облигаций

Конструирование облигаций как товара. Конструирование облигаций должно быть полностью подчинено возможности продать их в качестве товара с точки зрения:

-**потребительских характеристик** облигаций (сочетание риска, доходности, ликвидности, способности удовлетворить специальные задачи эмитента и инвестора),
-привлекательной внешней **«упаковки» облигации** как товара, доступной для оценки широкой публикой.

Сочетание индивидуальности со стандартностью ценной бумаги. Индивидуальность, модифицируемость ценной бумаги как товара должны сочетаться с ее стандартностью, соответствием установленным видам ценных бумаг, правилам их выпуска и обращения, определенным законодательством. Только такой финансовый продукт может считаться хорошо регулируемым и, следовательно, пользоваться доверием и спросом публики.

Сочетание стандартности с приданием ценным бумагам индивидуальных свойств позволяет конструировать такие финансовые продукты, которые находят своего потребителя даже в тяжелые инфляционные и кризисные времена (когда интересы инвесторов крайне деформируются).

Конструирование облигации строго в соответствии с целями и потребностями эмитента и инвестора. Потребности эмитента обычно сводятся (подробно рассмотрены выше в пункте 1.1.3) сводятся обычно к следующему:

-привлечение инвестиций (краткосрочный дефицит оборотных средств, средне- и долгосрочные потребности, связанные с финансированием инвестиционных проектов);
-реструктурирование бизнеса (изменение структуры собственности, финансовое реструктурирование, ликвидация неприбыльных или покупка новых перспективных компаний);
-прочие цели (маркетинг, создание публичной биржевой истории, повышение финансовой эффективности предприятия)

Стандартными **целями инвестирования** являются:

-получение процента,
-сохранение вложенного капитала,
-обеспечение прироста капитала (на основе роста курсовой стоимости ценных бумаг),
-прочие цели (финансовое реструктурирование, регулирование портфеля собственных долгов, специальные стратегии по управлению риском, доходностью и ликвидностью, получение доступа к дефицитным ресурсам и продукции, если это связывается с вложениями в облигации).

Учет внешних ограничений при выпуске корпоративных облигаций. Конструирование и выпуск облигаций могут иметь внешние ограничения, связанные с действием фундаментальных факторов на макроуровне.⁵⁸

– Характер экономической системы (нерыночные основы привлечения и перераспределения денежных ресурсов, структура собственности, неблагоприятная для выпуска долговых ценных бумаг), цикличность

⁵⁸ Более подробно см. в книге: Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг в России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина-Паблишер, 2003

- (вхождение экономики в кризисную фазу), макроэкономическая динамика (например, устойчиво отрицательные или замедленные темпы развития экономики);
- Состояние и динамика текущего и перспективного спроса и предложения на корпоративные облигации на рынке капиталов (в целом и по крупным группам эмитентов) и фундаментальных факторов, на них влияющих;
 - Насыщенность экономики деньгами и финансовыми инструментами, динамика рыночного процента, валютного курса рубля, состояние альтернативных сегментов финансового рынка;
 - Регулятивные издержки и их прогнозируемая динамика (например, постоянный рост регулятивных издержек, делающий корпоративные облигации неконкурентоспособными в сравнении с другими финансовыми продуктами);
 - Законодательство и налоговый режим, обычаи делового оборота, прямо определяющие структуру спроса и предложения корпоративных облигаций, возможную конструкцию их выпусков, пределы возможного на облигационном рынке;
 - Конкурентоспособность корпоративных облигаций в сравнении с другими финансовыми продуктами (банковскими, страховыми, пенсионными, инвестиционных фондов, лизинговой отрасли и т.п.)
 - Режим счета капиталов и валютный режим (спрос нерезидентов на корпоративные облигации)

Связь инвестиционного проекта и конструкции облигационного займа. Как указывалось выше, в случае разработки инвестиционного проекта и бизнес-плана, связанного с ним, возникает возможность увязки параметров облигационного займа и инвестиционного проекта, конструирования облигаций (в части привлечения средств и погашения долга) в соответствии с денежными потоками, ожидаемыми от инвестиционного проекта, их размерностью и сроками. Оценка рисков облигационного займа и соответствующие параметры доходности могут быть определены структурой и величиной рисков инвестиционного проекта.

Инновационность. Финансовый инженер, создавая необходимое эмитентам и инвесторам сочетание рисков, доходности и ликвидности в корпоративных облигациях, обязан предлагать новые финансовые инструменты, соединять их в более сложные финансовые продукты, разрабатывать необычные конструктивные элементы облигаций или наборы их специфических характеристик, учитывая, что каждый выпуск ценных бумаг – уникален так же, как уникальны стоящие за ним потребности эмитентов и инвесторов.

Методы финансового инжиниринга корпоративных облигаций

Методами финансового инжиниринга на рынке облигаций являются:

-**формирование специфических характеристик** облигации как уникального продукта, соответствующего требуемому сочетанию риска, ликвидности и доходности (номинал, сроки, валюта, доходность, обеспечение, способ погашения, время выпуска, структура займа по отдельным выпускам и траншам, способ размещения, рынки, на которых будет обращаться облигация, и т.п.);

-**комбинирование** нескольких финансовых инструментов в единый продукт (**структурирование** облигации);

-**декомпозиция** облигаций;

-выпуск пакетного (или синтетического продукта), включающего (наряду с корпоративной облигацией) иные, связанные с ней общей конструкцией финансовые инструменты, отдельно обращающиеся на других рынках.

Комбинирование нескольких финансовых инструментов в единый продукт или выпуск **структурированной облигации**.⁵⁹ Примером может служить индексация суммы выплат по облигации в соответствии с изменением цен товаров, ценных бумаг, каких-либо индексов, процентных ставок, что фактически подразумевает **включение в структуру облигации опциона** или **фьючерса** (в зависимости от порядка индексации) на соответствующий базисный актив. Наиболее распространенной ценной бумагой, созданной на основе этого метода финансового инжиниринга, является конвертируемая облигация, предоставляющая инвестору опцион или фьючерс на акции эмитента или облигации другого типа.

При этом возможно включение в структуру облигации не только одного, но и нескольких производных финансовых инструментов. Например, выпуск валютно-индексируемой облигации с возможностью досрочного погашения по требованию инвестора. И поскольку производные можно комбинировать различными способами в зависимости от потребностей эмитентов и инвестора, то при необходимости на основе этого метода можно создать неограниченное число структурированных облигаций различной степени сложности. Благодаря широким возможностям для комбинирования, предоставляемым рынком, финансовым инженерам удастся создавать как продукты, легко поддающиеся тиражированию, так и очень специфические продукты для удовлетворения потребностей крупного эмитента или инвестора.

Декомпозиция облигации. Примером может служить «стриппирование» (от англ. STRIP – *Separate TRading of Interest and Principal* – раздельное обращение основной суммы долга и купонного дохода, вызванное более привлекательными для инвесторов расчетными показателями доходности по отдельным инструментам (облигациям с нулевым купоном) по сравнению с доходностью исходной купонной облигации при неизменном исходящем денежном потоке у эмитента.

Выпуск пакетного (или синтетического) продукта, подразумевающий совмещение комбинирования и декомпозиции. Примерами могут служить выпуск **раздельно обращающихся облигации** и **опциона-пут** на нее, который является синтетической облигацией с возможностью досрочного погашения по требованию эмитента или облигации и валютного свопа, при котором эмитент получает валюту заимствования в обмен на иную валюту, - это синтетическая дуальная облигация. Или, например, выпуск облигаций быка и медведя или одновременная эмиссия облигаций с возрастающим и обязательств со снижающимся купоном.

Деривативы в процессе конструирования облигаций. Как следует из анализа, основными **инструментами** процесса преобразования параметров облигации с целью более точного учета интересов эмитентов и инвесторов становятся деривативы,⁶⁰ которые позволяют тонко учитывать конъюнктуру различных рынков и, как следствие, снижать (хеджировать) риски. Варьирование видов деривативов, их базисных активов и используемых методов финансового инжиниринга позволяет управлять различными параметрами облигаций, создавая инновационные характеристики облигаций или

⁵⁹ «Структурированные облигации (*structured bonds, notes*) - долговые инструменты, которые комбинируются с каким-либо видом производных инструментов». Колб Роберт У. Финансовые деривативы. Учебник. Издание 2-е/ Перевод с англ. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997, с.315.

⁶⁰ Далее в работе в качестве тождественных термину "деривативы" будут использованы термины "производные финансовые инструменты" или "производные".

комбинируя уже разработанные схемы формирования параметров для выполнения поставленных задач и достижения основной цели финансового инжиниринга.

6.1.2. Схема конструирования корпоративных облигаций и Концепция облигационного займа. Связь с проспектом ценных бумаг и отчетом об итогах выпуска

Наиболее важным при выпуске и размещении облигационного займа является *подготовительный этап - конструирование эмиссии*, от которого во многом зависит успех предстоящей эмиссии. Осуществление эмиссии должно быть основано на четком понимании целей займа, предполагая увязку займа с концепцией развития предприятия-эмитента, исходя из его целей и задач на перспективу. В частности, облигационный займ может быть жестко увязан с параметрами инвестиционного проекта, для которого предполагается получить финансирование путем выпуска облигаций.

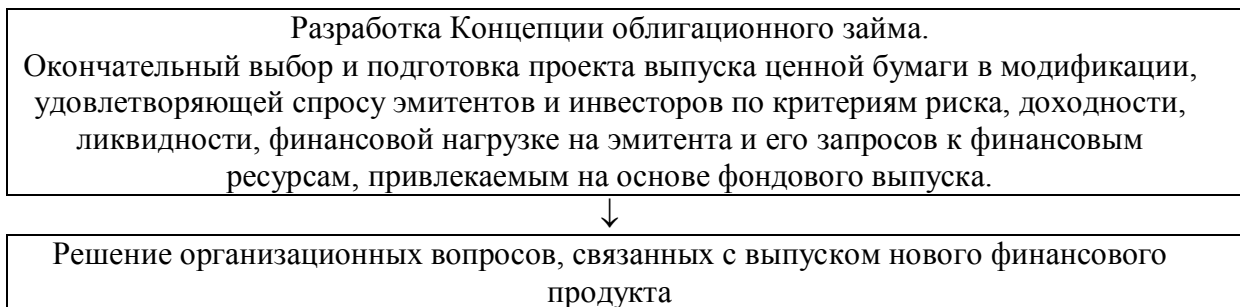
Соответственно, каждый выпуск корпоративных облигаций должен конструироваться в качестве *отдельного продукта финансового инжиниринга*, учитывая уникальный характер потребностей эмитента, ситуации на рынке в период предложения облигаций, особенностей спроса группы инвесторов, на которую рассчитан выпуск облигаций.

При конструировании корпоративных облигаций должны в полной мере учитываться *методы финансового инжиниринга*, рассмотренные выше.

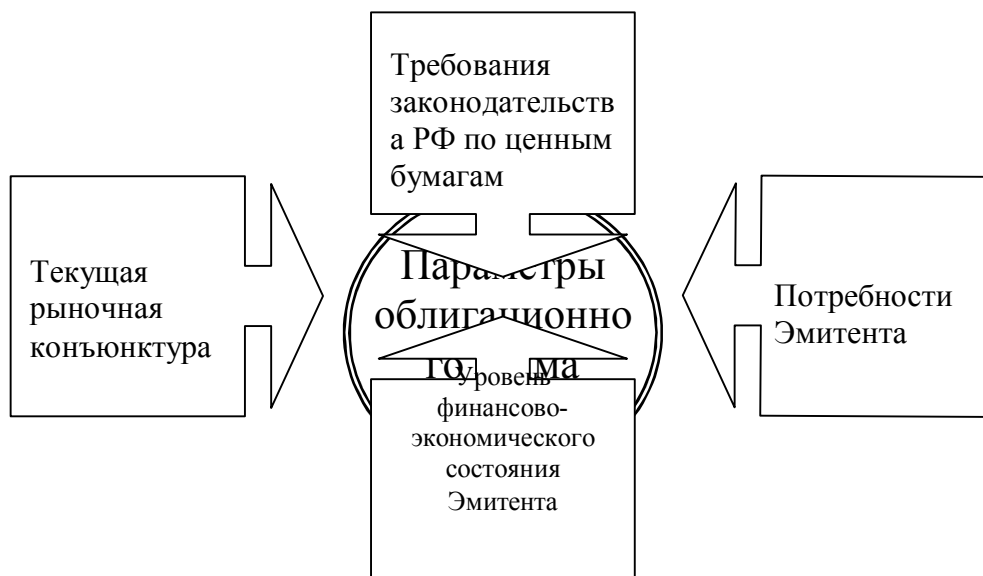
Процесс конструирования облигаций может быть представлен в виде следующей схемы (см. *схему 2*):

Схема 2





Данный подход подтверждается практикой **Всероссийского Банка Развития Регионов**,⁶¹ в соответствии с которой определение *структуры облигационного займа* является одним из важнейших этапов в процессе всего выпуска облигаций. Параметры облигационного займа зависят от множества рыночных, фундаментальных, законодательных факторов. **Факторы, оказывающие влияние на определение параметров облигационного займа**, можно представить в виде *следующей схемы*:



Таким образом, по мнению **Всероссийского Банка Развития Регионов**, задача состоит в том, чтобы предложить инвесторам *оптимальную структуру займа*, удовлетворяющую правилам регулирования рынка, максимально удовлетворяющую как потребностям компании-эмитента, так и требованиям инвесторов, от активности участия которых, зависит успешное размещение и вторичное обращение облигаций. К **основным параметрам и условиям размещения облигационного займа** относятся: а) объем выпуска; б) номинал облигации; в) срок обращения; г) форма выпуска облигаций (дисконтная / купонная); д) способ определения доходности (с фиксированной доходностью или плавающей ставкой купона); е) периодичность выплаты купонов; ж) доходность облигаций; з) наличие и периодичность оферт эмитента или поручителя на досрочный выкуп облигаций; и) наличие обеспечения; к) торговая площадка.

Концепция облигационного займа

⁶¹ Материал предоставлен Всероссийским Банком Развития Регионов

Концепция является **ключевым документом** облигационного займа, в котором эмитент и профессиональный участник рынка ценных бумаг, выводящий заем на рынок, согласовывают **базовые параметры займа** в качестве управленческого решения эмитента.

Согласованная с эмитентом Концепция облигационного займа – это, по существу, его документальное согласие на то, что ему необходим именно тот облигационный продукт, который задан в Концепции, именно с тем набором свойств и параметров, которые определены в этом документе.

На практике Концепция облигационного займа может иметь иные названия, нежели «концепция» в зависимости от «вкусовых ощущений» сторон, участвующих в выпуске облигаций, - «техничко-экономическое обоснование», «техническое задание на облигационный заем», «основные параметры облигационного займа» и т.п.

В **Концепции** конструируются и находят обоснование **основные параметры** облигационного займа:

- основная идея займа, его цели, рыночная ниша, классы инвесторов, на которые он рассчитан;
- номинал облигации, валюта займа, его объем, связь с имущественным эквивалентом (если она существует), порядок индексации (если он предусмотрен);
- вид облигаций (документарные – бездокументарные, именные – на предъявителя и т.п.);
- временные параметры займа (срок займа, время выпуска, установление различных временных горизонтов для отдельных частей займа в течение срока его обращения, купонные периоды, заем как часть программы эмиссии облигационных займов); связь с инвестиционным и денежным оборотом эмитента;
- формы обеспечения займа, гаранты / поручители;
- доходность займа и порядок ее формирования;
- рынки, на которых будет размещен облигационный заем; порядок размещения (андеррайтеры, эмиссионный синдикат, если он создается);
- общая схема займа, платежный агент, регистратор, депозитарий, взаимодействие с ними,
- информационное и маркетинговое обеспечение займа.

Данный подход подтверждается практикой **Всероссийского Банка Развития Регионов**.⁶² По мнению банка, для успешной реализации проекта выпуска облигационного займа, впрочем, как и любого другого проекта, необходимо выработать **общую концепцию**, включающую в себя **общий план действий, основные параметры займа, стратегию выхода на рынок корпоративных облигаций**.

Соответственно, исходя из практики ВБРР, **концепция должна освещать следующие основные вопросы**:

- стратегия развития предприятия, основные цели и задачи. Описание инвестиционной программы, на реализацию которой планируется направить привлеченные от выпуска облигаций средства. Это в свою очередь обусловит объемы и сроки заимствования предприятия;
- анализ рынка корпоративных облигаций (анализ текущей конъюнктуры рынка, оценка сложившегося уровня процентных ставок). Такой анализ позволит предприятию определить стоимость заимствований и условия выхода на долговой рынок;
- Анализ потенциальных инвесторов – приобретателей облигаций, определение способа размещения облигаций (закрытая либо открытая подписка). Заем, размещаемый среди небольшого количества инвесторов, может быть

⁶² Материал предоставлен Всероссийским Банком Развития Регионов

классифицирован как частное размещение. В его реализации обычно принимают участие несколько инвестиционных институтов и институциональных инвесторов. В публичном займе участие принимает широкий круг инвесторов и, как правило, такие облигации имеют обращение на фондовой бирже;

- основные параметры облигационного займа;
- организация вторичного рынка облигаций (определение торговых площадок, определение маркет-мейкеров с целью поддержания ликвидности облигаций, выбор платежного агента).

Связь с Проспектом ценных бумаг и Отчет об итогах выпуска

Концепция облигационного займа, увязанная с бизнес-планом, должна найти свое отражение в документах, которые являются юридически обязательными для государственной регистрации ценных бумаг, прежде всего в Проспекте ценных бумаг и Отчете об итогах выпуска.

Примеры *Проспекта ценных бумаг* и *Отчета об итогах выпуска*, увязанных с бизнес-планом, приведенным в *главе 4*, содержатся в *приложениях 5* и *6*.

6.1.3. Выбор эмитента и потенциальных инвесторов для облигационного займа

Выбор эмитента. Регулятивные требования к эмитенту облигационного займа рассмотрены в *пункте 2.1*. Обычно собственники бизнеса, иницирующие выпуск облигационного займа, располагают группой компаний, находящихся в отношениях аффилированности и / или зависимости. Между ними распределены активы, обязательства, денежные потоки, торговые марки, лицензии, претензии со стороны государства и других юридических лиц и т.п.

В этой связи обычно существуют *три варианта* для выбора эмитента:

- основной бизнес;
- одна из уже существующих, относительно небольших компаний, входящих в группу, контролируруемую собственником основного бизнеса;
- специально созданная компания (типа «Энерго-Инвест», «Металлург-Инвест», «Банк-Инвест» и т.п.), целью существования которой является привлечение денежных средств посредством выпуска облигационных займов и других долговых обязательств, организация оборота по их обслуживанию, управление портфелем собственных долговых обязательств.

В последних *двух случаях типовая схема организации облигационного займа:*

- эмитент – «пустая» компания при том, что поручителем является основной бизнес либо гарантом – финансовый институт;
- эмитент - «пустая» компания при том, что поручителями и / или залогодателями становится группа относительно небольших компаний, которые по совокупности обладают имуществом и денежными потоками, достаточными для того, чтобы покрыть риски облигационного займа.

«За» и «против» в вариантах выбора эмитента. Понятно, что, если в качестве эмитента выбирается основной бизнес, то инвесторы приобретают облигации с дополнительными преимуществами, выражающимися в прозрачности для них бизнеса эмитента (через механизм раскрытия информации), надежности (средства от размещения займа используются самим эмитентом и обеспечены активами самого эмитента). При прочих равных рынок будет считать, что риски облигационного займа ниже в том случае, если облигационные деньги привлекаются специально созданными

«пустыми» компаниями (пусть и под гарантии и поручительства). Соответственно, чем ниже риск, тем ниже стоимость заимствований для эмитента.

Минусы для собственников, иницирующих облигационный заем: раскрытие информации самим эмитентом – это сложности сбора и подготовки большого объема данных, информационная открытость для конкурентов. В случае проблем с погашением займа все обязательства будут отнесены непосредственно и сразу именно на тот бизнес, с которым связаны основные денежные потоки.

Выбор потенциальных инвесторов. Проектируемые параметры и условия организации обращения займа во многом зависят от того, какими представляются его потенциальные инвесторы. Если цель займа – не секьюритизация уже выданных или предполагаемых кредитов или не изменение структуры собственности путем выпуска конвертируемых облигаций (в этом случае инвесторы заранее известны), то, принимая во внимание, что облигационные деньги должны «поступить с открытого рынка», определяются в следующем:

-рассчитан заем на мелких розничных инвесторов или же на лиц, предъявляющих спрос на суммы свыше одного – двух миллионов рублей. Например, заем, рассчитанный на розничных инвесторов, может быть а)более дробным, б)обращающимся не только через биржевые рынки, но и через отделения и филиалы банков, в)располагающим физическими сертификатами облигаций, г)купонным по выплате дохода, д)предлагающим дополнительные права, являющиеся дефицитными для розничных инвесторов (например, право на внеочередную установку телефона, право на покупку жилой площади по ценам, меньшим, чем рыночные, и т.п.);

-какие возможные группы инвесторов заранее исключены в качестве предъявляющих спрос на облигации (например, крупные банки предпочитают не приобретать облигации тех финансовых институтов, которые могли бы стать им конкурентами).

Выбор способа размещения облигационного займа.⁶³ Первичное размещение облигаций может происходить путем открытой, закрытой подписки и конвертации. В российской практике не зарегистрировано случаев, когда облигации размещались через конвертацию.

При размещении облигаций по **открытой подписке** инвестор предъявляет Эмитенту ряд дополнительных требований:

- Эмитент должен быть известен широкому кругу потенциальных инвесторов;
- Эмитент должен иметь эффективную инвестиционную программу;
- Эмитент должен иметь хорошие финансовые показатели;
- Эмитент должен обладать финансовой прозрачностью и быть готовым к раскрытию финансовой информации;
- Наличие рейтинга одного из западных рейтинговых агентств.

При размещении облигаций по **закрытой подписке** в Решении о выпуске облигаций заранее определяется круг лиц, среди которых Эмитент намерен разместить облигации. Данное обстоятельство усложняет процесс размещения облигаций, т. к. с момента подготовки решения о выпуске облигаций и дня размещения проходит более месяца, что в условиях нестабильного рынка достаточно долго и не позволяет организатору договориться о доходности размещаемых ценных бумаг с потенциальными инвесторами.

⁶³ Материал предоставлен ОАО АКБ «Ингосстрах-Союз»

6.1.4. Номинал облигаций и объем облигационного займа

Определение номинала облигации

Величина номинала зависит от *класса инвесторов*, для которых предназначены облигации. Чем ниже номинал облигации, тем может быть выше ее ликвидность, тем лучше она ориентирована на рынки с массовым поступлением заявок на покупку и продажу и тем она привлекательнее для инвесторов, располагающих мелкими сбережениями.

Например, могут выпускаться:

- мелкономинальные облигации для розничных держателей (средний класс, малообеспеченные слои населения), как это произошло и пользовалось успехом в США в 80-е годы;

- ценные бумаги с крупным номиналом для институциональных инвесторов (страховых компаний, инвестиционных и пенсионных фондов);

- крупнономинальные, мелкосерийные ценные бумаги, как пользующиеся особым престижем, для квалифицированных инвесторов, относящихся к группе населения с особо высокими доходами, и т.д.

Валюта номинала

Выражение номинала в рублях, в иностранной валюте, в условных денежных единицах. Номинальная стоимость облигации может быть выражена как в *рублях* (валюте Российской Федерации), так и в *иностранной валюте*, поскольку в соответствии с пунктом 2 статьи 807 Гражданского кодекса РФ «иностранная валюта и валютные ценности могут быть предметом договора займа на территории Российской Федерации с соблюдением правил статей 140, 141 и 317 Гражданского кодекса РФ».

В свою очередь, статьей 317 Гражданского кодекса РФ указано, что «в денежном обязательстве может быть предусмотрено, что оно подлежит оплате *в рублях в сумме, эквивалентной определенной сумме в иностранной валюте или в условных денежных единицах*... В этом случае подлежащая уплате в рублях сумма определяется по официальному курсу соответствующей валюты или условных денежных единиц на день платежа, если иной курс или иная дата его определения не установлены законом или соглашением сторон».

Типичный номинал

Стандартные требования к номиналу облигации. Как правило, номинал большинства облигаций на рынке *стандартен*, что вызвано стремлением эмитентов / финансовых инженеров обеспечить возможность простого сравнения облигаций по их инвестиционным характеристикам, упрощения торговли.

Нестандартный номинал, как правило, устанавливается в случае сегментирования рынка и конструирования облигации под потребности специфической группы инвесторов. Однако и в этом случае соблюдается принцип кратности.

В частности, как правило:

- размер номинала одной облигации не должен быть слишком крупным, чтобы облигации могли быть доступны в том числе и для мелких инвесторов;
- с другой стороны, номинал облигации не должен быть слишком низким, чтобы избежать крайне мелких операций и снизить инфраструктурные издержки;

- в качестве номинала облигации должно быть взято круглое число, что облегчает восприятие характеристик облигации для инвесторов.

Связь номинала с количеством бумаг в выпуске. Помимо важного для инвесторов психологического момента, связанного с установлением стандартного номинала, этот показатель связан и с другим – **количеством бумаг в выпуске**. Чем выше количество бумаг в выпуске, тем, при прочих равных, ликвиднее может быть облигационный заем.

Например, для облигационного займа в 700 млн. рублей логично использовать в качестве номинала сумму в 1000 рублей, что дает количество облигаций в выпуске – 700 тысяч штук, создавая необходимую дробность и массовость выпуска для организации ликвидного рынка данных облигаций.

Номинальная стоимость корпоративной облигации в 1000 рублей является типичной для российского рынка корпоративных облигаций, обеспечивая «легкость» ценной бумаги, способность обращаться среди разных классов инвесторов, включая розничных, более выраженную (при прочих равных) ликвидность.

«Сплошной» анализ выпусков корпоративных облигаций предприятиями нефинансового сектора в 1999 – 2003 гг. подтверждает, что стандартным номиналом является сумма в 1000 руб. (86,16% от общего количества выпусков). Порядка 11% эмиссий имели номинальную стоимость менее 1 тыс. руб. (в основном, это выпуски предприятий связи, рассчитанные на привлечение средств физических лиц). За период с середины 1999 г. было размещено только 6 крупнономинальных выпусков (с номиналом более 1 тыс. руб.), что составило 2,68% от общего числа эмиссий.

Индексация номинала

Права, закрепляемые облигацией, могут устанавливать специальный порядок определения рублевого эквивалента номинальной стоимости облигации, выраженной в иностранной валюте.

В частности, в случае использования денежной формы в качестве номинала может быть использована не только **фиксированная сумма** национальной или иностранной валюты, но и **номинальная стоимость** может быть привязана к какому-либо показателю (курсу иностранной валюты, темпу инфляции, цене определенного товара и др.).

В «Стандартах эмиссии ценных бумаг» (пункты 6.1.7, 6.2.14) определено, что цены размещения ценных бумаг, размеры процента (купона) по облигациям могут быть установлены «в виде формулы с переменными (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли на рынке ценных бумаг и другие)».

Таким образом, регулятивная инфраструктура российского рынка ценных бумаг предполагает возможности выпуска **индексированных облигаций**.

Индексированными являются облигации, номинал которых и процентные ставки индексируются в соответствии с инфляционным ростом цен, обесценением валюты или иными индикаторами, что позволяет инвестору сохранить вложенный капитал.

Этот вид облигаций широко распространен в международной практике, особенно в условиях нестабильных экономик.

Представление номинала в имущественном эквиваленте

В Гражданском кодексе РФ определено, что облигация удостоверяет право на получение номинальной стоимости облигации или иного имущественного эквивалента (статья 816). Это, в свою очередь, предполагает, что номинальная стоимость

корпоративной облигации может соотноситься с имущественным эквивалентом номинала (например, в натуральных единицах продукции).

Экономические задачи, решаемые индексацией и представлением номинала в имущественном эквиваленте

Индексируемые облигации возникают в нестабильных экономиках и призваны решить задачи:

-**сохранение вложенного капитала** (при инфляционном обесценении денег, при изменении валютных курсов, при масштабных рыночных рисках и, соответственно, при существенных колебаниях курсов ценных бумаг);

-в дефицитных экономиках - **доступ** через приобретение ценных бумаг **к дефицитной продукции, услугам и правам**;

-в том случае, если облигации выпущены на предъявителя и свободно обращаются, сохраняя при этом – через индексацию – стоимостное наполнение номинала, они могут быть использованы для **замещения в обороте наличности** (тем более в инфляционной кризисной экономике, постоянно испытывающей дефицит наличных денег в обращении).

Механизм использования индексации номиналов корпоративных облигаций в этих целях подробнее рассмотрен в **таблице 6.1**.

Таблица 6.1

Экономические задачи, решаемые индексацией номинала корпоративной облигации

Виды интересов инвесторов	Механизм индексирования	Комментарии	Примеры из российской практики
Сохранность и приращение капитала - денежное компенсирование при инфляционном или курсовом обесценении основной суммы обязательств по облигации, выраженной в номинале	Индексация номинала облигации на основе привязки: -к общему индексу цен; -к индексу розничных цен; -к индексу цен на конкретный товар (золото, сталь, цемент, электроэнергия, хлеб и т.д.); ⁶⁴ -к индексу изменения стоимости "потребительской корзины"; -к валютному курсу (в отношении валюты, курс которой к национальной денежной единице стабильного растет); -к рыночной оценке золотых монет; ⁶⁵ -к изменению стоимости залога (если выпускают долговые обязательства, обеспеченные залогом)	Условия обращения облигации содержат механизм компенсации инвестору потерь, которые он несет от инфляции или курсового обесценения основной суммы долга, выраженной в номинале облигации	Золотые сертификаты Минфина 1993 г. (привязка к индексу цен на золото), облигации АвтоВаза 1993г. (привязка к индексу цен на автомобили), жилищные сертификаты привязка к стоимости цен на жилье, контракты "Гермеса" 1992г. (суррогаты ценных бумаг), привязка к индексу цен на нефть, (продукты нефтепереработки, лесоматериалы)
Доступ через ценные бумаги к дефицитной продукции, услугам и	Облигации, предоставляющие права покупки продукции, использования имущественных и неимущественных прав по	Размер имущественного эквивалента и ценовой скидки (если она предоставляется)	Облигации нефтяной компании ОАО «Коминетфть» (1994), государственный товарно-целевой займ

⁶⁴ Известен отечественный опыт такой привязки в 20-х г.г. В зарубежной практике подобный подход применялся, например, во Франции и в Израиле в 50-х гг., в США - в начале 70-х гг. и т.д.

⁶⁵ Правительственные облигации во Франции в 1952-57гг.

правам, сохранность и приращение капитала	льготным ценам: - погашение основной суммы долга продукцией и услугами в фиксированном объеме, соотносимом с номиналом; - предоставление права приобретения продукции или услуг владельцам ценной бумаги по льготным ценам	должны полностью или частично компенсировать инфляционные потери инвестора	1991 г. (с обещанием погашения займа дефицитными товарами для населения), золотые сертификаты Минфина 1993 г. выпуска (погашение золотом), облигации Автоваза 1993г.
--	---	--	--

Ярким примером подобного финансового инжиниринга являлись облигации нефтяной компании ОАО «Коминнефть» номиналом 0.25 т., 1 т. и 10 т. нефти, размещаемой в рублях в соответствии с оценкой стоимости указанного в номинале количества нефти при реализации на внутрисоссийском рынке (без учета НДС) в отпускных ценах АО «Коминнефть», действующих на день покупки облигации. Срок обращения 1 год (май 1994 г. – май 1995 г.). Облигации погашались по схеме «номинал плюс фиксированный годовой доход в размере 5%». Выплаты осуществлялись товарной продукцией или в денежной форме. При погашении в денежной форме расчет суммы производился на основе результатов фактической реализации нефти по отпускным ценам эмитента.⁶⁶

В 1999 – середине 2000 гг. при выпуске корпоративных облигаций широко использовалась индексация номинала в соответствии с изменением курса рубля против доллара США, что обеспечивало рублевым облигациям фактически валютную доходность. Индексация была необходимым элементом конструкции корпоративных облигаций в связи с активным понижением валютного курса рубля относительно доллара США в этот период.

Объем облигационного займа / программы заимствований

Объем облигационного займа / программы заимствований на основе выпуска облигационных займов должен определяться потребностью в привлечении средств, способностью эмитента разместить их на прибыльных, ликвидных, с приемлемыми рисками началах, покрывающих издержки от привлечения займа.

Основная цель конструирования выпусков корпоративных облигаций, являющихся по природе средне- и долгосрочным инструментом, - привлечение инвестиционных ресурсов. Объем необходимого финансирования определяется инвестиционным проектом и соответствующим бизнес-планом.

Для банка потребность в облигационном займе может определяться прогнозируемым размером неудовлетворенного спроса его клиентов на кредиты, на лизинговые операции, ожидаемыми вложениями в инвестиционные проекты от собственного имени.

Дополнительные факторы, учитываемые при определении объема выпуска. К таким факторам относятся:

- законодательно установленные ограничения на объем выпуска;
- размеры экономики и накопленная задолженность эмитента (величины продаж, чистой прибыли, финансовое состояние);
- экономические нормативы, которые обязаны соблюдать эмитенты;
- соответствие объема выпуска неформальным требованиям рынка;
- регулятивные издержки;

⁶⁶ Проспект эмиссии облигационного займа ОАО «Коминнефть» // «Экономика и жизнь». – 1994. - № 18. – с. 10.

-величина предоставленного обеспечения, отнесение облигаций к инвестициям повышенного риска в связи с превышением объемом займа суммы чистых активов эмитента и / или величины обеспечения по займу.

Законодательно установленные ограничения на объем выпуска облигаций приведены в *таблице 6.2*.

Таблица 6.2

Границы выпуска облигаций

Акционерные общества (п. 2 ст. 102 Гражданского кодекса РФ)	Общества с ограниченной ответственностью (пп. 2 – 3 статьи 31 Закона «Об обществах 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.	

Размеры экономики и накопленная задолженность эмитента (величины продаж, чистой прибыли, финансовое состояние) как факторы, определяющие величину облигационного займа. Облигационный займ должен иметь такую величину, чтобы не привести к существенному увеличению кредитного и других рисков эмитента (методы анализа см. ниже в главе, посвященной анализу облигаций). Например, если не будет предоставлено дополнительное обеспечение, то трудно ожидать, чтобы при выручке от реализации в 600 млн. рублей и чистой прибыли в 40 млн. рублей размеры облигационного займа составили 400 млн. рублей.

Обычно ожидается, что размер доходов эмитента (выручки от реализации) должен минимум в 5 – 6 раз превосходить величину облигационного займа. Рынок будет также ожидать при этом, что эмитент будет демонстрировать устойчивую чистую прибыль и позитивную экономическую динамику.

Экономические нормативы, которые обязаны соблюдать эмитенты. Для ряда финансовых институтов, например, коммерческих банков, установлены экономические нормативы, обеспечивающие финансовую безопасность их деятельности и обязательные для исполнения.

Например, нормативы ликвидности для банков (мгновенной, текущей, долгосрочной, общей), определяемые как соотношение между активами и пассивами с учетом сроков, сумм и видов активов и пассивов, других факторов.

Другой пример – нормы резервирования, дифференцированные для различных видов обязательств банков.

В этой связи при определении объема эмиссии оценивается ее влияние на кратко- и среднесрочное соответствие эмитента установленным для него экономическим нормативам; сложность и стоимость действий, которые необходимо предпринять эмитенту для того, чтобы обеспечить соответствие показателей своей деятельности указанным нормативам.

Соответствие объема выпуска неформальным требованиям рынка. С одной стороны, объем выпуска должен соответствовать показателям деятельности эмитента и не вызывать у инвесторов опасения возможного дефолта в связи с его слишком большим объемом. В этом случае повышение кредитного риска эмитента, связанного с выпуском, потребует повышения доходности, то есть негативно скажется на стоимости привлечения средств.

С другой стороны, недостаточный объем выпуска может вызвать опасения инвестора, что инструмент останется неликвидным. В свою очередь, это приведет к повышению эмитентом доходности в качестве платы за неликвидность. Для крупных

компаний этот фактор не играет столь значительной роли, однако, он является ключевым на российском рынке облигаций, где значительная часть эмитентов относится к категории средних предприятий.

Например, в 2000 – 2001 гг. в качестве нормального объема облигационного займа, создающего минимальный интерес для участников рынка, принималась сумма в 100 млн. рублей, в 2003 г. – 300 млн. рублей (минимально ликвидный облигационный заем).

Для крупнейших банков – андеррайтеров минимальными размерами выпуска облигаций являются 500 – 1000 млн. рублей. Это соответствует не только требованиям ликвидности, но и ожиданиям андеррайтеров в отношении доходов от предоставления услуг по выводу займов на рынок. Чем выше объем облигационного займа, тем больше указанные платежи, которые обычно рассчитываются в качестве процентной доли от суммы займа.

Регулятивные издержки. Этот фактор наиболее актуален для рынков с невысоким уровнем развития и в полной мере проявился в России, когда эмитенты предпочитают регистрировать серию выпусков в соответствующем региональном отделении ФКЦБ России, а не подавать документы в центральный аппарат. В наибольшей степени эта ситуация вызвана наличием возможностей двойного толкования норм законодательства в части подготовки документов для обязательной регистрации выпуска облигаций.

По установленным ФКЦБ России правилам облигационные займы на сумму свыше 20 млн. рублей регистрируются в центральном аппарате ФКЦБ России.

Величина предоставленного обеспечения. Если заранее известны максимальные размеры (лимиты) обеспечения, предоставляемого по займу сторонними лицами (поручительство, банковская гарантия, государственная и / или муниципальная гарантия), то они прямо определяют предельный размер облигационного займа.

То же утверждение справедливо в том случае, если известны размеры свободного от обременений имущества, которое может быть предоставлено в качестве залога по займу. Величина этого имущества является верным лимитом при определении суммы выпуска облигаций.

Отнесение облигаций к инвестициям повышенного риска в связи с превышением объемом займа стоимости чистых активов эмитента и / или величины обеспечения по займу. В соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (подпункт 2.4.3) выпуск облигаций объявляется «инвестициями повышенного риска», если суммарная величина обязательств по облигациям, включая проценты, превышает сумму стоимости чистых активов эмитента; размера поручительства или банковской гарантии, предоставленных в обеспечение исполнения обязательств по облигациям; стоимости имущества, заложенного в обеспечение исполнения обязательств по облигациям; размера государственной и / или муниципальной гарантии по облигациям.

Опыт Всероссийского банка развития регионов подтверждает методические подходы к определению объема облигационного займа, приведенные выше. Исходя из практики банка,⁶⁷ при выборе объема выпуска облигаций эмитент руководствуется, в первую очередь, объемом, необходимым для финансирования реализуемого инвестиционного проекта. Однако окончательное решение о его размере должно быть принято с учетом рыночных предпочтений.

Объем выпуска облигаций является одной из составляющих, которая влияет на уровень ликвидности облигаций на вторичном рынке, что особенно важно учитывать в случае, если предприятие заинтересовано в публичном размещении своих облигаций среди широкого круга инвесторов. Как правило, выпуск является ликвидным, если его объем достигает 500 млн. руб. по номинальной стоимости. Минимальный объем выпуска, целесообразный для публичного размещения, составляет 300 млн. рублей.

С другой стороны, инвесторы заинтересованы в надежности приобретаемого актива, поэтому финансовые результаты предприятия должны свидетельствовать о том, что эмитент в состоянии исполнять обязательства по обслуживанию своих облигаций, и они будут погашены при любом варианте развития событий. В связи с этим существуют законодательные ограничения на объем эмитируемых облигаций.

Для предприятий, осуществляющих финансово-хозяйственную деятельность не менее трех лет, выпуск необеспеченных облигаций ограничивается суммой уставного капитала эмитента. Таким образом, если объем планируемого выпуска превышает размер уставного капитала эмитента, необходимо предусмотреть его обеспечение. Для облигационных займов наиболее предпочтительной формой обеспечения является поручительство третьих лиц. Так как законодательством РФ по рынку ценных бумаг к поручителям не предъявляется требований, поручитель выбирается таким образом, чтобы сумма его чистых активов была достаточной для погашения облигаций в случае неплатежеспособности эмитента. При условии достаточности капитала объем облигационного займа предприятия не должен превышать 15-20.

6.1.5. Время как параметр облигации

Управление временными параметрами облигаций включает в себя:

- определение времени выхода на рынок с облигационными займами (в среднесрочном плане);
- среднесрочное планирование привлечения средств на основе выпуска облигационных займов – создание программ эмиссии облигаций (наряду с вексельными программами, программами повышения капитализации и реструктурирования акционерного капитала);
- временное структурирование облигационного займа:
 - определение срока обращения займа;
 - установление времени выхода на рынок (первичного размещения) в оперативном режиме непосредственно после регистрации выпуска облигаций;
 - разбиение на транши основной суммы займа;
 - сокращение сроков займа за счет его выкупа / досрочного погашения по желанию держателей;
 - сокращение сроков займа за счет его выкупа / досрочного погашения по инициативе эмитента;
 - управление сроками заимствований на основе облигаций с амортизацией долга.

⁶⁷ Материал предоставлен Всероссийским Банком Развития Регионов

Время выхода на рынок с облигационным займом

Для эмитента является значимым выход на рынок с облигационным займом в наиболее благоприятное время, что позволяет привлечь денежные ресурсы по более низкой цене, обеспечить наиболее полное размещение облигаций, а также решение иных важных для эмитента задач (координация с временем погашения ранее полученных облигационных займов, получение наиболее сильного маркетингового эффекта, обеспечение стратегии повышения капитализации компании и т.п.).

Среднесрочные аспекты выхода на рынок. Время выхода на рынок с облигационным займом может быть рассмотрено с позиций **среднесрочной политики эмитента** (стратегия продвижения на рынок ценных бумаг, управления акционерным и долговым капиталом, политика превращения компании в публичную и т.п.). С этой точки зрения необходимо учитывать, что существуют **законодательные ограничения при выборе времени выхода на рынок с облигационным займом**, отраженные в **таблице 6.3**.

Таблица 6.3

Возможности выбора момента времени для выхода на рынок с облигационным займом

Акционерные общества (п. 2 ст. 102 Гражданского кодекса РФ)		Общества с ограниченной ответственностью (пп. 2 – 3 статьи 31 Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью»)	
При наличии обеспечения, предоставленного третьими лицами	Отсутствие обеспечения, предоставленного третьими лицами	При наличии обеспечения, предоставленного третьими лицами	Отсутствие обеспечения, предоставленного третьими лицами
В любое время после полной оплаты уставного капитала	Не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества	В любое время после полной оплаты уставного капитала	Не ранее третьего года существования акционерного общества и при условии надлежащего утверждения к этому времени двух годовых балансов общества

Среднесрочные политики эмитентов будут предусматривать выход на рынок облигаций только в том случае и тогда, если и когда:

- прогнозируется устойчивый спрос на корпоративные облигации;
- не предполагается неблагоприятной динамики рыночного процента, делающей невозможной облигационные заимствования;
- облигации в перспективе будут являться более конкурентоспособными в сравнении с другими финансовыми инструментами или хотя бы будут демонстрировать равную им конкурентоспособность (с точки зрения налоговых и регулятивных издержек, стоимости заимствований, времени, необходимого на привлечение денежных ресурсов, и т.п.);
- публичность эмитента, раскрытие информации дают позитивный эффект в сравнении с издержками, связанными с переходом к прозрачному ведению бизнеса, и т.п.

Краткосрочные аспекты выхода на рынок. После государственной регистрации выпуска облигаций эмитент вправе, обеспечив обязательное раскрытие

информации, немедленно выходить на рынок (т.е. проводить первичное размещение) либо перейти в режим ожидания (в течение одного года) с тем, чтобы выбрать тот момент в состоянии рыночной конъюнктуры, когда первичная продажа его облигаций пройдет с наибольшим успехом.

При этом обычно учитываются следующие **факторы**:

- будущая и настоящая динамика денежной ликвидности, внутригодовая цикличность денежного спроса;
- краткосрочная динамика рыночного процента;
- состояние спроса и предложения в сегменте корпоративных облигаций в сравнении с финансовым рынком в целом;
- время выхода на рынок других эмитентов.

Учет динамики денежной ликвидности и внутригодовой цикличности денежного спроса. Большинство эмитентов предпочитает не выходить с первичным размещением облигаций при дефиците денег на рынке. Обратное – делает существенными риски неразмещения ценных бумаг, приводит к резкому удорожанию облигационных займов для эмитентов.

Традиционно неблагоприятными для размещения облигаций являются периоды пониженной активности на рынке (например, в конце июля, в первой и второй декадах августа – в период пика летних отпусков или в предпраздничные недели).

Известно, что пониженной денежной ликвидностью характеризуются последние дни кварталов, когда банки приводят показатели своих балансов в соответствие с экономическими нормативами, заданными Банком России, или иными желаемыми параметрами для демонстрации позитивных итогов деятельности за квартал. И, наоборот, в первой декаде каждого квартала могут возникать избытки денежной ликвидности, направляемые банками на новые инвестиции в облигации или иные финансовые инструменты.

Учет динамики рыночного процента. При ожидаемом в краткосрочном будущем снижении рыночного процента большинство эмитентов предпочтут задержать свой выход на рынок облигаций с тем, чтобы сделать заимствования более дешевыми. И, наоборот, риски роста процентных ставок будут подталкивать к тому, чтобы ускорить размещение облигаций с фиксированным доходом или, по меньшей мере, с первыми фиксированными купонными выплатами.

Основные индикаторы – доходность финансовых инструментов на рынке ежбанковских кредитов (МБК), репо, государственных ценных бумаг, ставка рефинансирования Банка России.

Учет спроса и предложения в сегменте рынка корпоративных облигаций. Несмотря на связь конъюнктуры в сегменте корпоративных облигаций с динамикой спроса и предложения, процента, ликвидности на финансовом рынке в целом, тем не менее, сегмент облигаций может проявлять определенную самостоятельность в своем движении.

В частности, «перегруженность корпоративными облигациями» портфелей институциональных инвесторов, рост процента и снижение курсов облигаций в связи с нарастающим кредитным риском этого рынка и, соответственно, возникновение отрицательных курсовых разниц в активах банков и других инвесторов, - всё это негативные состояния, которые могут относиться исключительно к сегменту корпоративных облигаций, несмотря на продолжающееся улучшение конъюнктуры финансового рынка в целом.

Как следствие, эмитенты предпочтут отложить выход на рынок со своими облигациями с тем, чтобы дождаться более благоприятного состояния спроса и предложения в сегменте корпоративных облигаций финансового рынка.

Учет времени выхода на рынок других эмитентов. Российский рынок облигаций имеет небольшую емкость. Одновременный выход даже 3-4-х эмитентов со средними займами либо предстоящее размещение ценных бумаг компании, относящейся к крупнейшим (по суммам они обычно очень значительны), сминают рынок, создают риски неполного размещения облигаций, деформируют доходность и цену облигаций при их первичном размещении.

В частности, учитывается состояние «листа ожидания» - списка зарегистрированных, но еще не размещенных облигационных эмиссий (имена эмитентов, насколько они привлекательны, прогнозируемые объемы и сроки размещений).

Важно также учитывать состояние параллельных сегментов финансового рынка - время появления новых серийных выданных векселей крупнейших компаний, предстоящие в ближайшем будущем крупные первичные размещения акций, динамику спроса и предложения на рынке межбанковского кредита, государственных ценных бумаг и т.п.

Программы эмиссии облигаций

В ранее действовавших Стандартах эмиссии облигаций⁶⁸ существовала возможность создания официально признанных программ эмиссии облигаций, объединяющих несколько их выпусков, имеющих – с позиции эмитента - одну и ту же цель привлечения средств. Государственная регистрация выпусков облигаций, входящих в одну программу могла производиться одновременно.

В настоящее время (март 2004 г.) создание среднесрочных программ эмиссии облигаций должно стать обычаем делового оборота, обеспечивая:

- для эмитентов – возможности среднесрочного управления своими долгами, полного и своевременного покрытия потребностей в финансировании длительных инвестиционных программ; лучшее раскрытие для рынка информации о финансовой политике эмитента (с позитивным влиянием на его текущую капитализацию и восприятие рынком его рисков);
- для инвесторов – лучшую способность оценивать риски по данному эмитенту, возможности оптимизировать портфель активов в облигациях и других долговых инструментах, связанных с эмитентом.

Среднесрочная программа эмиссии облигаций включает характеристику последовательных выпусков облигаций (с раскрытием основных их параметров), информацию о направлениях использования привлеченных средств, прогноз обслуживания долгов, оценку среднесрочных рисков, которые несет программа заимствований.

Транши облигаций

Характеристика траншей. Под **траншами**, согласно п. 6.6 Стандартов эмиссии ценных бумаг, понимаются **отдельные части выпуска облигаций, размещаемые по открытой подписке в разные сроки** (в течение и внутри срока размещения всего выпуска, но не позднее одного года со дня его государственной регистрации).

⁶⁸ Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные Постановлением ФКЦБ России от 19 октября 2001 г. № 27 (отменены в июне 2003 г. в связи с принятием новых Стандартов эмиссии ценных бумаг)

Транши облигаций характеризуются следующим:

- имеют свои идентификационные порядковые номера;
- не могут размещаться одновременно;
- должны быть количественно определены в решении о выпуске (количество траншей, количество облигаций в каждом транше, сроки размещения или порядок определения указанных параметров)

Проектирование траншей. Отдельные транши в выпуске облигаций выделяются исходя из следующего:

-прогноз временной динамики потребностей эмитента в денежных ресурсах (сроки привлечения средств на инвестиционный проект, под который выпускается облигационный заем, сроки рефинансирования ранее выпущенных облигационных займов, периодизация прочих планов размещения привлеченных средств в активы);

-наилучшее время выхода на рынок (см. выше характеристику факторов, определяющих оптимальные моменты выхода на рынок, порядок установления наилучшего времени первичного размещения облигаций);

-потребности в управлении портфелем долговых обязательств эмитента (динамика объемов, структура, управление кредитным, процентным и рыночным рисками и их концентрациями, способность обслуживать портфель и т.п.).

Установление срока обращения корпоративной облигации и факторы, от которых он зависит

Как указывалось выше (*пункт 1.2*), традиционным для российского законодательства является деление облигаций в зависимости от срока на краткосрочные (до 1 года), среднесрочные (сроком от 1 года до 5 лет) и долгосрочные (на срок свыше 5 лет).

При **установлении срока обращения** корпоративных облигаций необходимо руководствоваться следующим:

-со стороны эмитента - сроком реализации инвестиционного проекта и планом денежных потоков по нему, которые определяют сроки и объемы привлечения облигационного финансирования, способность эмитента к погашению облигационных займов. Эмиссия краткосрочных облигаций предоставляет эмитенту возможность заимствования денежных средств по более низкой процентной ставке, чем при эмиссии долгосрочных облигаций. При прочих равных более короткие временные горизонты связаны для инвесторов с меньшими рисками, с большей прогнозируемостью кредитного, процентного и рыночного рисков. Однако для реализации инвестиционного проекта требуются, как правило, денежные средства на длительный срок. Возможен выпуск краткосрочных облигаций с последующим периодическим рефинансированием с помощью новых выпусков. Но в таком случае возникают проблемы с регистрацией новых выпусков и значительные связанные с этим расходы;

-срок обращения должен соответствовать средним условиям на рынке, общепринятому ощущению рыночного, кредитного и процентного рисков, с которыми связаны облигационные займы, стандартным срокам, сложившимся на рынке в этот период. То есть срок обращения облигации должен соответствовать ожиданиям инвесторов. При общей нестабильности долгосрочные инструменты либо не будут выкуплены вообще, либо будут приобретаться с глубоким дисконтом;

-срок обращения должен соответствовать доходности, т.е. должно соблюдаться классическое правило «при более длительном сроке инвестирования доход должен быть выше, чем при более коротком» (если только на рынке не сложилось ощущение, что дальние заимствования являются более безопасными, чем

ближние и, соответственно, если не сложилась так называемая инвертированная кривая доходности, когда займы с более короткими сроками имеют более высокий процент, нежели, чем более долгосрочные облигации);

-срок обращения зависит от прогнозируемой ликвидности облигации. Чем более она ликвидна, тем большей свободой располагает финансовый инженер, проектируя сроки обращения облигации, понимая, что инвесторы всегда могут освободиться от нее на ликвидном рынке, обеспечив тем самым нужный им горизонт инвестирования. Соответственно, неликвидность при прочих равных резко увеличивает риски корпоративных облигаций, принуждая искусственно сокращать сроки заимствований;

-срок обращения зависит от прочих элементов конструкции облигации, прежде всего от обеспечения, фиксированного или переменного характера процента, текущего и прогнозируемого риска эмитента, его известности или популярности связанных с ним торговых марок, от доверия (или недоверия), испытываемого к эмитенту;

-по опыту Всероссийского Банка Развития Регионов,⁶⁹ необходимо «обращать внимание на *значительные накладные расходы*, связанные с организацией выпуска облигаций и соответственно повышающие общие расходы на обслуживание займа. В среднем, расходы на организацию займа составляют порядка 2-2,5% от номинальной стоимости выпуска. Поэтому *увеличение срока заимствования порой существенно снижает эту сумму в годовом исчислении.* При трехлетнем займе накладные расходы, соотнесенные на срок обращения облигаций, составляют примерно 0,7-0,8% годовых. Срок обращения облигаций более трех лет может существенно усложнить размещение выпуска. В условиях быстрого развития рынка корпоративных облигаций и, как следствие, в условиях его нестабильности, участники рынка не готовы инвестировать средства на более длительные сроки без промежуточных офферт. В то же время, высокие издержки на организацию и размещение облигационного займа, приведенные к сроку обращения облигаций менее одного года, значительно удорожают общие расходы на обслуживание займа. Это делает краткосрочные займы менее привлекательными для эмитента».

Срок обращения корпоративной облигации как управляемый параметр

Срок обращения – управляемый параметр, который должен обеспечивать соблюдение интересов как эмитента при привлечении финансирования, так и инвестора, вкладывающего средства в определенный инструмент и располагающего вариантами их альтернативного использования.

Соблюдение этих зависимостей может выполняться за счет двух основных методов установления срока обращения:

-фиксированного, когда дата погашения облигации известна инвесторам и досрочное погашение инструмента невозможно. Фиксация времени обращения возможна в условиях стабильного макроэкономического окружения, по эмитентам, облигации которых пользуются устойчивым спросом при отсутствии ожиданий, относящихся к повышению рисков, связанных с данными облигациями. При этом фиксация сроков обращения удобна при конструировании долговых портфелей и текущем управлении долговыми активами.

-переменного, когда инвесторы и / или эмитент имеют право требовать досрочного погашения / выкупа облигаций. Досрочное погашение / выкуп дают возможности *инвестору* управлять:

⁶⁹ Материал предоставлен Всероссийским Банком Развития Регионов

-**процентным риском** (освобождение от низкопроцентных облигаций при повышении среднего рыночного процента, переход в более доходные активы);

-**кредитным риском** (избавление от облигаций эмитентов, у которых снижается способность обслуживать свои долговые обязательства);

-**рыночным риском** (сокращение портфеля в долговых активах при нарастающей угрозе рыночного риска);

эмитенту управлять:

-**процентным риском** (освобождение от обязательств, несущих высокий процент, при снижении среднерыночного уровня процента, переход к выпуску следующих облигационных займов, имеющих более низкую доходность для инвесторов);

-**кредитным и рыночным риском** (досрочный выкуп облигаций с целью снижения долговой нагрузки и управления портфелем долговых обязательств).

Фиксированный срок погашения

В соответствии с российским законодательством существование корпоративных облигаций, которые не могут быть погашены досрочно, строго говоря, невозможно. Так, **статья 30** Закона «Об акционерных обществах» и **статья 21** Закона «Об обществах с ограниченной ответственностью» предполагают, что кредиторы могут требовать погашения облигаций в случае уменьшения уставного капитала эмитента.

Таким образом, в России при конструировании эмиссии облигаций возможно формирование только условно фиксированного срока обращения. Соответственно, в качестве облигаций с фиксированным сроком обращения можно считать ценные бумаги, по которым условиями эмиссии (проспектом ценных бумаг и / или решением о выпуске) не предусмотрен досрочный выкуп / погашение по требованию эмитента / инвестора). Примерами могут служить облигации ОАО «ГТ-ТЭЦ Энерго», ЗАО «ПРОМИФ», ОАО «Московская кондитерская фабрика «Красный Октябрь» и другие.

Разбиение длительного периода обращения облигации на краткосрочные временные горизонты

Проблема сочетания длительного срока обращения облигации (интересы эмитента в долгосрочном привлечении средств) и краткосрочных горизонтов инвестирования (интересы инвестора в снижении рисков) может быть решена, как указывалось выше (**пункт 1.2**), выпуском а) облигаций с правом обратной продажи эмитенту, б) облигаций с правом их досрочного погашения по желанию владельцев.

Облигации с правом обратной продажи эмитенту.⁷⁰ В этом случае эмитент облигаций выставляет **безотзывную оферту**, обращенную к владельцам облигаций, в которой содержится предложение о досрочном выкупе облигаций по указанной цене в определенный момент (моменты) в будущем. В соответствии с **пунктом 6.2.25** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность приобретения облигаций по соглашению с их владельцами и/или по требованию владельцев облигаций с возможностью их последующего обращения.

Оферта, как обязательство эмитента по обратному досрочному выкупу облигаций по требованию инвестора в оговоренные заранее или объявленные уже

⁷⁰ Характеристика облигаций с офертой дана с включением материалов, предоставленных Всероссийским Банком развития Регионов

после осуществления выпуска сроки — один из важнейших инструментов, позволяющих повысить эффективность вторичного обращения облигаций. При выпуске облигаций эмитент (или гарант) берет на себя обязательство, что в определенные даты он выкупит любое количество предъявленных ему облигаций по заранее определенной цене. Поэтому *долгосрочные облигации с офертой с точки зрения инвестора можно рассматривать как несколько краткосрочных облигационных займов с датами погашения, соответствующими датам исполнения оферт.*

Как показывает практика, на сегодняшний день инвесторы не готовы инвестировать средства в корпоративные облигации более чем на один – полтора года. Займы со сроком обращения 3 года без оферт размещаются среди инвесторов крайне затруднительно. Это связано с высокими макроэкономическими и фундаментальными рисками.

Таким образом, в условиях нестабильного рынка облигации с офертой являются наиболее популярной формой выпуска облигаций. Эмитент (или агент) самостоятельно устанавливает в оферте цену выкупа облигаций, которая в конечном итоге обеспечит инвестору гарантированный уровень доходности, если инвестор изъявит желание погасить свои облигации досрочно и акцептует оферту. В случае, если установленный купон по облигациям окажется заниженным по отношению к текущей рыночной доходности, эмитент имеет возможность регулирования доходности по облигациям путем установления цены выкупа. Таким образом, оферта регулирует не только сроки облигаций, но и их доходность, что повышает инвестиционную привлекательность бумаги.

Владелец облигации с безотзывной офертой воспользуется своим правом выкупа в случаях ухудшения финансового состояния эмитента и роста рыночных процентных ставок. Таким образом, данные облигации защищают интересы инвесторов и уменьшают их кредитный и процентный риск, а также риск ликвидности (потеря ликвидности приобретенной облигацией). Для *инвестора* создается возможность реструктурировать свой портфель корпоративных облигаций, продать низкопроцентные ценные бумаги и приобрести, если рыночный процент вырос, более доходные облигации других эмитентов.

Для *эмитента* — наличие оферты является дополнительной гарантией успешного размещения и вторичного обращения облигаций. При этом облигации не гасятся окончательно и, будучи выкупленными эмитентом, находясь в его активах, могут быть вновь проданы на рынке, если это соответствует интересам эмитента и вновь возникает спрос на его облигации. Соответственно, расширяются возможности эмитента в управлении портфелем своих долгов, такими его параметрами, как структура, сроки, доходность и совокупный риск.

Поскольку долгосрочные облигации с офертой с точки зрения инвестора можно рассматривать как несколько краткосрочных или долгосрочных облигаций с датами погашения в моменты соответствующих оферт, *ставка процента по таким облигациям*, при прочих равных, *должна быть ниже*, чем по облигациям с тем же сроком погашения, но без оферт. Это снижение ставки должно компенсировать риск эмитента, связанный с возможностью досрочного предъявления облигаций при росте процентных ставок.

При регистрации выпуска ценных бумаг эмитент уплачивает налог на операции с ценными бумагами в размере 0,2% от номинальной суммы выпуска в не зависимости от того, насколько удачным будет размещение этих ценных бумаг. Данный налог удорожает стоимость заимствования в случае эмиссии краткосрочных облигаций. В случае же, если *вместо серии краткосрочных облигаций выпускается одна долгосрочная, но с офертами, налог платится всего один раз и оказывает менее существенное влияние на увеличение стоимости заимствования.* При

использовании безотзывной оферты снижаются и другие расходы, связанные с эмиссией облигаций - с оплатой услуг инвестиционных консультантов, андеррайтеров, бирж, а также стоимостью различных маркетинговых мероприятий и презентаций, проводимых с целью привлечь внимание потенциальных инвесторов к новым ценным бумагам.

Пример оферты по облигационному займу корпоративного эмитента приведен в **приложении 4**.

Облигации с правом досрочного погашения по желанию владельцев. Еще один вариант решения, в котором сочетается длительный период обращения облигации с краткосрочными временными горизонтами для инвесторов, - эмиссия облигаций, в решении о выпуске которых установлены срок и порядок их досрочного погашения по желанию их владельцев (с изъятием облигаций из обращения). По сути, продажа облигаций с правом досрочного погашения включает в себя также продажу пут - опциона (опциона на продажу облигаций), т.е. производного финансового инструмента, дающего возможность его владельцу продать финансовый актив (в данном случае корпоративную облигацию) по заранее оговоренной цене. Соответственно, риски и доходность данных облигаций будет ниже, чем у обычных.

В соответствии с **пунктом 6.2.17** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность их досрочного погашения по требованию владельцев облигаций.

Отзывные облигации. Это облигации, условия выпуска которых предусматривают право эмитента произвести их выкуп / досрочное погашение (отзыв). Анализ причин, по которым может быть предусмотрен выпуск отзывных облигаций, проведен выше (см. выше, а также **пункт 1.2**).

В соответствии с **пунктом 6.2.25** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность приобретения эмитентом облигаций по соглашению с их владельцами. Эмитент обязан приобрести все облигации, заявления на покупку которых поступили от владельцев в установленный срок (**пункт 6.2.28** Стандартов эмиссии ценных бумаг).

В соответствии с **пунктом 6.2.17** Стандартов эмиссии ценных бумаг решением о выпуске облигаций может быть предусмотрена возможность их **досрочного погашения по усмотрению эмитента**. При этом (**пункт 6.2.20**) должны быть определены стоимость (порядок определения стоимости) и порядок досрочного погашения, срок, не ранее которого облигации могут быть досрочно погашены эмитентом, а также содержаться положение о том, что приобретение облигаций означает согласие приобретателя облигаций на их досрочное погашение. Досрочное погашение по усмотрению эмитента должно осуществляться в отношении всех облигаций выпуска.

В российской практике преобладающая часть государственных ценных бумаг, эмитентом которых выступает Министерство финансов РФ, предусматривают возможности их досрочного погашения.

Необходимо учитывать, что возможность отзыва облигации может рассматриваться инвесторами как риск (нарушение временной структуры их долговых портфелей, необходимость замены облигаций, приносящих более высокий процентный доход, на облигации с более низкой доходностью, если к моменту отзыва возобладала тенденция к снижению рыночного процента). Соответственно, появление в конструкции облигации такого элемента, как возможность ее отзыва, может привести к тому, что инвесторы будут ожидать получения более высокой доходности по облигации, премии за риск ее отзыва.

Управление сроками заимствований за счет амортизации

облигационного долга

Российская практика и отечественное законодательство создают возможности управлять сроками заимствований на основе выпуска корпоративных облигаций с амортизацией долга.

Подобными облигациями является часть государственных ценных бумаг (ОФЗ-АД). Выше рассматривались корпоративные облигации с амортизацией долга, выпущенные ООО «Джей – Эф – Си Интернешнл» (погашение на 182-й день с даты размещения – 15%, на 364-й день – 15%, на 728-й день – 70% номинальной стоимости) и ОАО «Нижнекамскнефтехим» (погашение на 912-й день с даты начала размещения – 25%, на 1095-й день – 25%, на 1277-й день – 25%, на 1460-й день – 25% номинальной стоимости).

Как указывалось выше (см. *пункт 1.2*), по облигациям с амортизацией долга погашение номинальной стоимости частями (периодическими платежами – амортизация долга) осуществляется в даты, установленные решением об эмиссии отдельного выпуска облигаций и совпадающие с датами выплат купонного дохода по ним. По завершении срока, на который выпущены облигации, осуществляется окончательный расчет по ним.

В течение всего периода обращения облигационного займа происходит равномерное сокращение суммы основного долга (вместо разового крупного платежа в погашение облигационного займа на дату завершения его обращения).

Как следствие, инвесторы располагают детальным планом поэтапного погашения займа, могут точно планировать замещение в составе своих портфелей одних облигаций другими. Периодические погашения (амортизация займа) снижают риски облигаций, призваны демонстрировать постоянную готовность эмитента выполнять свои обязательства. Соответственно, амортизация долга оказывает понижающее влияние на доходность облигационного займа, улучшает показатели его ликвидности.

В то же время повышается уверенность эмитента в том, что он не столкнется с необходимостью массового выкупа / погашения займа по инициативе его держателей. Конструкция облигационного займа становится более гибкой, учитывающей изменения рыночных условий, поскольку выбывающие облигации могут быть замещены новыми заимствованиями на тех условиях, которые диктует рынок.

График амортизации долга может строиться в соответствии с динамикой потребностей эмитента в инвестировании и плане высвобождения средств. Например, амортизация долга может быть эффективной, если предполагается, что пиковая потребность в денежных ресурсах покрывается за счет и в период размещения облигационного займа, а затем – в силу характера и степени готовности инвестиционного проекта - высвобождение средств происходит не в конце срока обращения облигаций, а – по мере окупаемости проекта - на протяжении всего периода заимствования.

Срок размещения облигаций

При выборе срока размещения облигационного займа (этот параметр фиксируется в условиях выпуска как обязательный) необходимо принимать во внимание следующие обстоятельства:

-максимально разрешенный срок размещения – 1 год.

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

-длительный срок размещения может привести к возникновению на рынке мнения о том, что эмитент, организаторы и андеррайтеры выпуска не обладают уверенностью в полноте спроса на облигации, в своей способности их разместить. Кроме того,

необходимо ожидать окончания этого срока для регистрации отчета об итогах выпуска. До регистрации отчета владельцам облигаций запрещено совершать сделки с ними, что приводит к неликвидности облигаций.

Соответственно, обычно срок размещения облигаций устанавливается длительностью не более 30 дней.

Как правило, облигации размещаются в течение 1-3 дней с момента начала размещения. К этому стремятся и эмитенты, и обслуживающие их андеррайтеры. Это стало обычаем делового оборота, подтверждением хорошего качества облигационной эмиссии и залогом будущей ликвидности облигаций на биржевом рынке.

6.1.6. Обеспечение займа как инструмент снижения кредитного риска

Обеспечение займа является одним из способов снижения кредитного риска, связанного с выпуском облигаций, что повышает инвестиционную привлекательность ценных бумаг, и может осуществляться путем непосредственного предоставления обеспечения эмитентом (выпуск бумаг, обеспеченных залогом) или за счет использования гарантий и поручительств третьих лиц, что позволяет перенести часть или полную ответственность за осуществление выплат по облигациям (чаще всего основной суммы долга, но иногда и процентных платежей) на третьих лиц в случае, если самостоятельное осуществление выплат по займу эмитентом будет невозможно.

Оценка необходимости обеспечения займа

Выбор между облигациями с обеспечением и облигациями без обеспечения.

Как указывалось выше (см. анализ в *пункте 1.2*) в зависимости от формы обеспечения корпоративные облигации могут быть:

-облигациями без обеспечения (необеспеченные облигации, облигации под конкретный вид доходов эмитента, облигации под конкретный инвестиционный проект, застрахованные облигации);

-облигациями с обеспечением. В соответствии с Гражданским кодексом РФ, Законом «О рынке ценных бумаг» (статья 27.2) исполнение обязательств по корпоративным облигациям может обеспечиваться залогом (облигации с залоговым обеспечением), поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией.

В *таблице 6.4* приведен анализ критериев, с использованием которых делается выбор в пользу облигаций с обеспечением либо без обеспечения.

Таблица 6.4

Критерии для оценки необходимости обеспечения как элемента облигационного займа

Критерии для оценки	Конструирование облигационного займа	
	С обеспечением	Без обеспечения
Торговая марка, репутация предприятия	Неизвестная или малоизвестная торговая марка, отсутствие признанной рыночной репутации предприятия	Известная торговая марка, имеющая собственную ценность, служащая «гарантией» того, что эмитент будет стремиться к исполнению своих обязательств, к тому, чтобы не нанести ущерба своей репутации
Кто является эмитентом	-Специально созданная для облигационного займа зависимая	Крупнейшая / крупная компания, входящая в состав ведущих

	компания крупного эмитента -Средняя или даже крупная компания, ранее не стремившаяся быть публичной -Крупнейшая / крупная компания, отличающаяся неустойчивостью финансового положения	производителей в стране / в отрасли, имеющая крупные денежные потоки относительно размера займа и накопленного долга, с устойчивым финансовым положением, не прибегающая к агрессивным заимствованиям
Кредитный рейтинг	-Отсутствие кредитного рейтинга -Средние и низкие значения кредитного рейтинга (по национальной и международной шкалам)	Высокие значения кредитного рейтинга по национальной шкале Значения кредитного рейтинга по международной шкале близкие к значениям, данным стране в целом
Финансовое положение	Средние и малые по размеру денежные потоки, волатильность крупных заказов и платежей, неполностью адекватное покрытие денежными потоками (реализация, прибыль) обязательств по отдельному займу и накопленному долгу, политика агрессивных заимствований, сильная краткосрочная зависимость от внешних факторов (цены, государственная поддержка и т.п.)	Устойчиво крупные денежные потоки (реализация, прибыль) в абсолютном выражении, а также относительно размера займа и накопленного долга, устойчивость финансового положения на временном горизонте займа, отсутствие политики агрессивных заимствований
Информационная прозрачность и корпоративное управление	<u>При прочих равных</u> -Наличие крупных корпоративных конфликтов, судебных тяжб и претензий контрагентов и кредиторов -Информационная закрытость компании -Непозитивное отношение к акционерам	<u>При прочих равных</u> -Отсутствие крупных корпоративных конфликтов, судебных тяжб и претензий контрагентов и кредиторов -Информационная открытость компании -Позитивное отношение к акционерам
Урегулированность отношений с государством	<u>При прочих равных</u> -Неурегулированность отношений собственности, отсутствие необходимых лицензий, несоответствие регулятивным требованиям -Наличие крупных претензий со стороны государства, в т.ч. налоговых, примененные / грозящие санкции, возбужденные уголовные дела в отношении собственников и функционеров компании	<u>При прочих равных</u> -Урегулированность отношений собственности, наличие необходимых лицензий, полное соответствие регулятивным требованиям -Отсутствие крупных претензий со стороны государства, в т.ч. налоговых, примененных / грозящих санкций, возбужденных уголовных дел в отношении собственников и функционеров компании

Выбор эмитента для выпуска облигаций с обеспечением

Предоставление гарантий и поручительств под облигационный заем позволяет урегулировать внутренние риски эмитента, связанные с необходимостью выполнения жестких нормативов и стандартов компаниями в частности банковского сектора. Так, важным здесь является возможность «выбора эмитента», когда в целях финансирования потребностей материнской организации (в России, как правило, это банк) создается дочернее общество (небанковская организация), которое и выступает

эмитентом облигаций, а гарантии или поручительства предоставляет сама материнская организация. В этом случае юридически эмитентом выступает малоизвестная вновь созданная организация, а фактически – крупный банк. Такое сочетание позволяет разместить облигации на условиях, которые были бы необходимы при размещении банковских облигаций, однако избежать возможного снижения показателей и нормативов для банка.

Выбор видов обеспечения займа

Сравнительный анализ видов обеспечения облигаций применительно к российской практике (см. *таблицу 6.5*).

Таблица 6. 5
Сравнительный анализ видов обеспечения облигационного займа

	Банковская гарантия	Государственная или муниципальная гарантия	Поручительство	Залог вещей и имущественных прав, связанных с ними	
				недвижимости	ценных бумаг
Понятие	В силу банковской гарантии банк, иное кредитное учреждение или страховая организация (гарант) дают по просьбе другого лица (принципала) письменное обязательство уплатить кредитору принципала (бенефициару) в соответствии с условиями даваемого гарантом обязательства денежную сумму по представлении бенефициаром письменного требования о ее уплате.	Государственной или муниципальной гарантией признается способ обеспечения гражданско-правовых обязательств, в силу которого РФ, субъект РФ, или муниципальное образование - гарант дает письменное обязательство отвечать за исполнение лицом, которому дается гарантия, обязательства перед третьими лицами полностью или частично	Поручительство представляет собой обязательство третьего лица (поручителя) отвечать за исполнение обязательств эмитента (должника) перед владельцем облигации (кредитором)	По договору о залоге недвижимого имущества (договору об ипотеке) одна сторона - залогодержатель, являющийся кредитором по обязательству, обеспеченному ипотекой, имеет право получить удовлетворение своих денежных требований к должнику по этому обязательству из стоимости заложенного недвижимого имущества другой стороны - залогодателя преимущественно перед другими кредиторами залогодателя.	В силу залога кредитор по обеспеченному залогом обязательству (залогодержатель) имеет право в случае неисполнения должником этого обязательства получить удовлетворение из стоимости заложенных ценных бумаг или иного имущества преимущественно перед другими кредиторами лица, которому принадлежат эти ценные бумаги или иное имущество (залогодателя).
Регламентация	ГК РФ (статья 368 и др.)	ГК РФ (статья 368 и др.), Бюджетный кодекс РФ (статья 115)	ГК РФ (статья 368 и др.)	ГК РФ (статья 334), ФЗ «О залоге», ФЗ «Об ипотеке»	ГК РФ (статья 334 и др.), ФЗ «О залоге»
Лицо, доставляющее обеспечение	Гарант. Третье лицо	Гарант. Третье лицо (уполномоченный орган исполнительной власти от имени РФ, субъекта РФ, муниципального образования)	Поручитель. Третье лицо либо лица (совместная выдача поручительства)	Залогодатель. Эмитент либо третье лицо (лица)	Залогодатель. Эмитент либо третье лицо (лица)
Кем является эмитент облигационного займа	Принципал	Принципал	Должник	Залогодатель, если предоставил обеспечение	Залогодатель, если предоставил обеспечение
Кем является инвестор в облигации	Бенефициар	Бенефициар	Кредитор	Залогодержатель, кредитор	Залогодержатель, кредитор

Основание	Одностороннее обязательство	Одностороннее обязательство перед кредитором. Договор о предоставлении гарантии с ее получателем - должником	Договор поручительства	Договор об ипотеке, надлежащим образом зарегистрированный	Договор о залоге
Сложность создания обеспечения	По договоренности сторон	Каждая конкретная гарантия, если она превышает определенную сумму, должна утверждаться законом о бюджете. Получатели гарантий подлежат финансовому контролю и проверкам	По договоренности сторон		
Объем обязательств	Сумма, на которую выдана гарантия	Сумма, на которую выдана гарантия, в пределах установленного общего (предельного) объема по всем выданным гарантиям. Дополнительные ограничения наложены на регионы – получатели финансовой помощи из вышестоящих бюджетов	Поручитель отвечает перед кредитором в том же объеме, как и должник, включая уплату процентов, возмещение судебных издержек по взысканию долга и других убытков кредитора	В объеме стоимости заложенного имущества	В объеме стоимости заложенного имущества
Характер ответственности	Субсидиарная ответственность дополнительно к ответственности должника	Субсидиарная ответственность дополнительно к ответственности должника	В соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» по облигациям - только солидарная ответственность	х	х
Форма совершения	Письменная	Письменная.	Письменная	Письменная	Письменная
Срок обязательств	Срок гарантии	Срок гарантии	Срок поручительства	Срок обязательства, обеспеченного залогом	Срок обязательства, обеспеченного залогом
Очередность взыскания при ликвидации	Пятая очередь	Пятая очередь	Пятая очередь	Третья очередь	Третья очередь
Порядок и сложность взыскания	Решение суда не требуется	Решение суда не требуется	Решение суда не требуется	По решению суда. Продажа имущества на публичных торгах	По решению суда либо соглашению залогодателя и залогодержателя (с ограничениями). Продажа имущества на публичных торгах

Статистика использования различных видов обеспечения для конструирования корпоративных облигаций следующая. В 95% случаев в качестве обеспечения выбирается поручительство третьего лица; гарантией государства или банка, а также залогом обеспечены менее 5%.⁷¹

Поручительство третьего лица

⁷¹ Волков Д., Ивакин Д. Облигации с обеспечением: оптимальные схемы для работы в России. – Рынок ценных бумаг. – 2003. - №21

В настоящее время наиболее распространенной формой обеспечения облигаций является поручительство третьего лица. Поручительство представляет собой обязательство лица (поручителя) отвечать за исполнение обязательств (должника) перед владельцем облигации (кредитором).

Поручитель. В законодательстве не установлены ограничения на лиц, выступающих поручителями. Однако, необходимо иметь в виду, что поручителями не могут быть:

-унитарные предприятия, а так же учреждения и казенные предприятия, которые вправе расходовать денежные средства, выделенные собственником, на определенные уставом цели (п.1 ст.296 ГК);

-министерства, ведомства, органы субъектов РФ и муниципальных образований;

-филиалы и представительства, которые не являются юридическими лицами.

При оформлении договора поручительства, общество – поручитель должно соблюдать такие нормы, установленные законодательством к крупным сделкам и сделкам с заинтересованностью. В противном случае такие сделки могут быть оспорены в судебном порядке.

Договор поручительства. Договор поручительства должен быть совершен в простой письменной форме, в противном случае он считается недействительным (ст. 362 Гражданского кодекса РФ). Гражданский кодекс не предъявляет требований к письменной форме договора поручительства. Согласно статье 27.4 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» договор поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, считается заключенным с момента возникновения у их первого владельца прав на такие облигации. При этом письменная форма договора поручительства считается соблюденной.

Ответственность поручителя. В соответствии с п.1 статьи 363 Гражданского кодекса РФ при неисполнении или ненадлежащем исполнении должником обеспеченного поручительством обязательства поручитель и должник отвечают перед кредитором солидарно, если законом или договором поручительства не предусмотрена субсидиарная ответственность поручителя.

Однако статьей 27.4 Федерального закона РФ «О рынке ценных бумаг» предусмотрено дополнительное ограничение: договор поручительства, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, может предусматривать *только солидарную ответственность* поручителя и эмитента за неисполнение или ненадлежащее исполнение эмитентом обязательств по облигациям.

Размер поручительства. В соответствии с пунктом 2 статьи 363 Гражданского кодекса РФ, согласно которому поручитель отвечает перед кредитором в том же объеме, как и должник (если иное не предусмотрено договором поручительства), объем ответственности поручителя перед владельцем облигаций будет определяться в этом случае количеством принадлежащих облигационеру ценных бумаг.

Залог

В силу залога, согласно ст. 334 ГК РФ, залогодержатель имеет право в случае неисполнения обеспеченного залогом обязательства получить удовлетворение из стоимости заложенного имущества. По общему правилу, залог возникает на основании договора, сторонами которого выступают залогодатель и залогодержатель.

Залогодатель. Залогодателем может быть как сам должник, так и третье лицо. Если речь идет о залоге определенной вещи, следует учитывать, что залогодателем вещи может быть только ее собственник либо лицо, имеющее на данную вещь право хозяйственного ведения (п.2 ст. 335 ГК РФ).

Если залогодателем является не должник, а какое-либо третье лицо, следует учитывать, что требование к такому залогодателю ограничивается суммой, вырученной от реализации заложенного имущества. Напротив, если залогодателем является сам должник, то при недостаточности вырученных средств для погашения долга взыскание может быть обращено и на прочее имущества должника-залогодателя.

Форма договора залога. По общему правилу, договор о залоге независимо от того, что передается в залог, должен быть заключен в письменной форме.

Кроме того, законодательством установлены специальные требования к форме отдельных видов залога. Так, в соответствии с п.2 ст. 339 ГК РФ и ст. 10 Федерального закона от 16 июля 1998 г. №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)» договор об ипотеке (залоге недвижимости) подлежит нотариальному удостоверению.

Договор об ипотеке (залоге недвижимости) должен быть зарегистрирован в порядке, установленном для регистрации сделок с соответствующим имуществом. Порядок государственной регистрации установлен Федеральным законом «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» (вступил в законную силу с 30 января 1998 г.).

Несоблюдение изложенных выше правил, влечет за собой недействительность договора о залоге.

В договоре залога необходимо указать:

- предмет залога (конкретное имущество либо имущественное право) и его оценку;
- существо, размер, срок исполнения обязательства, обеспеченного залогом (т.е. поручительства);
- у какой из сторон находится заложенное имущество.

Договор, в котором отсутствуют указанные сведения, считается незаключенным. Между тем, если залогодателем является сам должник по основному обязательству и в договоре о залоге имеется ссылка на это обязательство, то даже при отсутствии в договоре залога сведений о существо, размере и сроке исполнения обязательства, обеспеченного залогом, договор признается заключенным.

Предмет залога. Согласно ст. 336 ГК РФ, предметом залога может быть всякое имущество, в том числе вещи и имущественные права (требования), за исключением имущества, изъятого из оборота, требований, неразрывно связанных с личностью кредитора.

При залоге недвижимого имущества и товаров в обороте предмет залога в любом случае остается у залогодателя. Решить этот вопрос иначе в договоре залога нельзя.

По общему правилу залогодатель вправе пользоваться заложенным имуществом, в том числе извлекать из него плоды и доходы, а также отчуждать предмет залога, передавать его в аренду или безвозмездное пользование другому лицу либо иным образом распоряжаться заложенным имуществом только с согласия залогодателя.

Согласно статье 27.3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» предметом залога по облигациям с залоговым обеспечением могут быть **только ценные бумаги и недвижимое имущество.**

Заключение договора о залоге. В соответствии с требованиями п. 3 статьи 27.3 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» договор залога, которым обеспечивается исполнение обязательств по облигациям, считается заключенным с

момента возникновения у их первого владельца (приобретателя) прав на такие

Схема 3. Выпуск займа с поручительством



- 1 Передача Эмитентом имущества в залог Поручителю в обеспечение поручительства
- 2 Публичная оферта Поручителя заключить договор поручительства с каждым владельцем облигации (инвестором)
- 3 Продажа облигаций инвесторам, которые при этом автоматически акцептуют оферту о поручительстве
Любая последующая перепродажа облигаций будет для покупателя акцепт оферты

облигации. При этом письменная форма договора о залоге считается соблюденной.

В случае, если исполнение обязательств по облигациям обеспечивается залогом недвижимого имущества (ипотекой), требования о нотариальной форме договора ипотеки и его государственной регистрации считаются соблюденными при условии нотариального удостоверения и государственной регистрации учреждением юстиции решения о выпуске облигаций с залоговым обеспечением.

При заключении договора о залоге необходимо учитывать, что такая сделка может являться для залогодателя крупной сделкой или сделкой с заинтересованностью, что, как правило, требует особых процедур ее одобрения.

Сочетание залога и поручительства в схемах облигационного займа

В схемах выпуска облигаций с обеспечением могут использоваться различных вариантов залога. Например, выдача поручительства третьим лицом может быть обеспечена, в свою очередь, залогом имущества, предоставляемым эмитентом. Такая схема организации облигационного займа при участии поручителя, распространенная на практике, представлена ниже (см. *схему 3*).

6.1.7. Ценовые стратегии при конструировании облигаций, цена и доходность займа

Основы определения цен и доходности облигаций

Эмитент облигаций заинтересован в максимально возможном снижении доходности его облигаций, а инвесторы, наоборот, стремятся к росту финансовой отдачи от вложений в облигации.

Соответственно, в общем случае цена облигации, размер купонной ставки и дисконта по ней будут определяться следующими факторами:

-ценовая стратегия, которой придерживается эмитент, предлагая «свой товар» - выпускаемые им корпоративные облигации – рынку (см. выше);

-соотношение спроса и предложения на рынке ценных бумаг и на рынке ссудного капитала, которые определяют равновесный уровень процентной ставки; динамика риска и доходности других видов финансовых инструментов, прежде всего сопоставимых с корпоративными облигациями;

-чем выше кредитоспособность заемщика, тем по более низкой процентной ставке предприятие может привлечь денежные средства с помощью облигаций; срок заимствования. Чем больше срок заимствования, тем более рискованным для инвесторов являются вложения в облигации. Соответственно инвесторам будет необходима компенсация в форме более высокой доходности облигаций;

-выходит эмитент с корпоративными облигациями на рынок впервые или же у него уже есть кредитная и биржевая история. Первый выход эмитента обычно сопровождается премией за риск для инвесторов, которые впервые вкладывают свои средства в еще неизвестный финансовый инструмент (от 0.5 –1% и выше в зависимости от качества эмитента);

-наличие обеспечения и других элементов в конструкции облигации, формирующих определенный уровень риска и ликвидности. Обеспеченные облигации, которые предположительно будут обладать достаточной ликвидностью, более привлекательны для инвесторов, поэтому эмитент может предложить более низкую процентную ставку.

Ценовые стратегии при конструировании корпоративных облигаций

Установление цен по принципу «снять сливки» – установление цен размещения, превышающих среднерыночные (пониженная доходность по облигациям), если качество эмитента и состояние спроса и предложения позволяют это сделать.

Цены проникновения эмитента на рынок. Если эмитент или выпускаемый им финансовый продукт неизвестны рынку, а инвесторами ожидаются повышенные риски, то ответом является установление цен проникновения для корпоративных облигаций (заниженная цена размещения, завышенная доходность) с тем, чтобы рынок мог воспринять инструмент, более полно ознакомиться с эмитентом.

Цены проникновения устанавливаются, как правило, по всем первым – вторым выпускам корпоративных облигаций, если эмитент или торговые марки, которыми он владеет, не являются достаточно известными, а финансовое состояние эмитента не полностью покрывает риски займа либо является недостаточно прозрачным с точки зрения рынка.

В начале 90-х гг. прошлого века цены проникновения приходилось устанавливать даже для государственных ценных бумаг. Например, в наибольшей степени этому подходу соответствовала оценка облигаций 30-летнего государственного займа для юридических лиц. Эти облигации продавались с лета 1992 г. со скидкой 40-50% против номинала, при полной гарантии возвратности сумм, вложенных в них, со стороны Центрального банка.

Установление цены на уровне оценки ценной бумаги рынком. Если известно, что облигации данного предприятия с доходностью, скажем, 10 % годовых, размещались с доходностью 9 % годовых, то логично, чтобы эмитент (при следующих выпусках аналогичных облигаций, с одинаковым номиналом, правами и т.д.) поднял бы планку цен первичного размещения до уровня, обеспечивающего доходность инвестору на уровне 9 % годовых (т.е. распространял свои ценные бумаги с курсовой надбавкой к номиналу).

Установление цены по аналогии. Выявляют уже обращающиеся облигации, которые имели бы примерно равное инвестиционное качество с выпуском, планируемым к размещению (сопоставимые эмитенты, уровни риска). Цены и доходность нового выпуска по эмитенту, только входящему на рынок, определяют в качестве сопоставимых с корпоративными облигациями – аналогами.

Формирование цены в сопоставлении с другими финансовыми инструментами. Цены и доходность корпоративных облигаций определяют в диапазоне, находящемся между другими долговыми инструментами (государственными и муниципальными облигациями, с одной стороны, и корпоративными векселями, с другой)

Цены персональных взаимоотношений с клиентом. Возможность приема ценной бумага в залог, установленная банком-эмитентом, снижение тарифов банковских услуг для владельцев акций, возможность получения наличных при сниженной плате за услуги для инвесторов, вложивших деньги в депозитные сертификаты, налоговые льготы по государственным бумагам, - эти и другие примеры ценовых льгот направлены на создание специального климата в отношениях с клиентом и могут быть, соответственно, заложены в оценке самой ценной бумаги при ее проектировании.

Определение форм выплаты дохода по корпоративным облигациям

Доходом по облигации являются **процент и / или дисконт** (Закон «О рынке ценных бумаг» (статья 2). Указанные формы выплаты дохода рассмотрены в **таблице 6.6**.

Таблица 6.6

Формы выплаты дохода по корпоративным облигациям

Процентные (купонные) облигации	Дисконтные (бескупонные) облигации
Купонный доход устанавливается в процентах к номинальной стоимости облигации, предполагает регулярную выплату	Облигации, по которым не начисляются проценты («нулевой купон»). Доход инвестора - от продажи ему облигаций с дисконтом при последующем их погашении по номинальной стоимости. Доход по указанным облигациям – дисконт в виде разницы между ценой размещения (покупки) и ценой погашения (продажи)
Доход по облигации формируется иными имущественными правами, нежели получение процента / дисконта	

«За» и «против» процентных и дисконтных облигаций. При конструировании форм выплаты дохода и выборе между процентными (купонными) и дисконтными (бескупонными) облигациями необходимо учитывать следующее:

-дисконтные облигации (при прочих равных) воспринимаются рынком как более рискованные в сравнении с купонными облигациями (отсутствие регулярной выплаты процентов, нежесткая связь «начисленных» процентов и курсовой стоимости облигации, на которую влияет множество других факторов);

-при одинаковом объеме привлекаемых средств сумма налога на операции с ценными бумагами, уплачиваемая эмитентом дисконтных облигаций, оказывается выше (налог начисляется на номинальную сумму выпущенных облигаций при том, что реальный объем привлеченных средств меньше номинала на величину дисконта);

-для кредитных организаций - размер отчислений в фонд обязательных резервов зависит от совокупной номинальной стоимости облигаций, а не от объема

привлеченных средств (учет облигаций осуществляется по номиналу, дисконтные облигации «дороже» процентных).

В российской практике (см. анализ и статистику в *пункте 1.3*) использовались все формы выплаты дохода (до 1999 г. широко применялось формирование дохода по облигации иными имущественными правами, после 1999 г. более широко обращались процентные облигации, менее – дисконтные ценные бумаги).

Формирование дохода по облигациям иными неимущественными правами.
Интерес к этой форме выплаты дохода возникает в условиях высокой инфляции, острого дефицита продукции, производимой эмитентами облигаций (см. *таблицу 6.7*).

Таблица 6.7

Форма выплаты дохода по облигации неимущественными правами

Интересы инвестора	Характеристика облигации	Российская практика
Доступ через ценные бумаги к дефицитной продукции, услугам и правам, сохранность и приращение капитала	Облигации, предоставляющие права покупки продукции, использования имущественных и неимущественных прав по льготным ценам: - выплата процентов продукцией и услугами в фиксированном объеме, соотносимом с суммой дохода по облигации; - формирование доходности по облигациям на основе предоставления права приобретения продукции или услуг владельцам ценной бумаги по льготным ценам Размер имущественного эквивалента и ценовой скидки (если она предоставляется) должны полностью или частично компенсировать инфляционные потери инвестора, формировать положительную доходность по облигациям	Облигации нефтяной компании ОАО «Коминнефть» (1994), государственный товарно-целевой займ 1991 г. (с обещанием погашения займа дефицитными товарами для населения), золотые сертификаты Минфина 1993 г. выпуска (погашение золотом), облигации Автоваза 1993г.

Определение порядка выплаты купонного дохода по корпоративным облигациям

Как показано в *пункте 1.2*, процентные (купонные) облигации могут иметь следующий порядок выплаты купонного дохода (*таблица 6.8*).⁷²

Таблица 6.8

Порядок выплаты купонного дохода

Облигации с постоянным купонным доходом	Облигации с фиксированным купонным доходом	Облигации с переменным купонным доходом
Купонный доход в виде процента к номинальной стоимости облигации. Процентная ставка имеет постоянную величину в течение всей жизни выпуска облигаций	Величина купонного дохода является фиксированной на каждый купонный период (период выплаты процента), но различается для разных купонных периодов. Устанавливается в момент выпуска	Купонный доход определяется (по заданному алгоритму) на основе доходности по ГКО и ОФЗ, официального уровня инфляции, ставки рефинансирования Банка России, рыночного процента, финансовых результатов от использования средств, привлеченных на основе облигационного займа, или на основе иных переменных. Величина купонного дохода определяется отдельно для каждого периода выплаты купонов непосредственно перед выплатой. По Стандартам эмиссии ценных

⁷² Указанная классификация установлена для государственных ценных бумаг, но может быть распространена и для корпоративных облигаций

	облигаций	бумаг (пункт 6.2.14) переменная процентная ставка может устанавливаться в виде формулы с переменными (курс определенной иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли и другие), значения которых не могут изменяться по усмотрению эмитента
--	-----------	---

Факторы, определяющие порядок выплаты купонного дохода:

-чем выше уровень волатильности финансового рынка (курсовая стоимость, уровень процента, инфляция, валютный курс, уровень политического, рыночного, процентного и других рисков, лежащих на рынке), тем в большей мере используется переменный купонный доход;

-направление динамики рыночного процента, прогнозируемое эмитентом (если предполагается, что уровень процента будет снижаться в течение срока обращения облигационного займа, то эмитент будет стремиться не принимать на себя процентный риск и, соответственно, будет ориентироваться на установление переменного купонного дохода);

-степень волатильности доходов, являющихся источником выплаты дохода по облигационным займам (чем выше риски вложений тех средств, которые были привлечены эмитентом на основе облигационного займа, тем больше интерес к установлению переменного купонного дохода);

-обычай делового оборота, степень привычки инвесторов к облигационным займам с той или иной формой выплаты купонного дохода, сложившаяся структура обращающихся на рынке облигационных займов (с позиций того, какая форма выплаты купонного дохода преобладает);

-уровень кредитного риска эмитента, степень привлекательности его облигационных займов для инвестора (чем менее рискованными являются облигации в ощущении инвесторов, чем более консервативными предполагаются вложения в них, тем более, при прочих равных, эмитент склонен к постоянному / фиксированному купонному доходу).

Детальный анализ российской практики в выборе форм выплаты дохода по облигационному займу приведен в **пункте 1.3**.

В частности, до 1999 г. широко использовалась индексация по изменению товарных цен, в 1999 – 2003 гг. - все формы, включая облигации с постоянным купонным доходом, с переменным купоном (привязка к валютному курсу рубля, к процентным ставкам по вкладам физических лиц в Сбергосбанке РФ, к ставке рефинансирования ЦБ РФ и доходности ГКО-ОФЗ);

Определение сроков установления величины процента (купона)

Одним из ключевых элементов облигационного займа является не только установление порядка выплаты купонного дохода по облигации, но и моментов (сроков), когда будет определяться величина процента (купона) **на различных этапах** выпуска и обращения облигационного займа.

Для этого существуют следующие варианты (**таблица 6.9**), что определено Стандартами эмиссии ценных бумаг (**пункт 6.2.14**).

Таблица 6.9

Возможные сроки установления процента (купона) или порядка его определения

Установление процента (купона) по облигационному займу или порядка его определения			
До подачи документов в	После государственной	В течение аукциона (торгов,	После государственной регистрации отчета об итогах

ФКЦБ России для государственной регистрации выпуска	регистрации выпуска и до даты начала размещения облигаций	конкурса) с учетом поступивших заявок	выпуска. В разные купонные периоды может быть установлен разный размер процента / разный порядок его установления
---	---	---------------------------------------	---

Аукцион по определению ставки купонного дохода при фиксированной цене размещения облигации – один из возможных элементов облигационного займа, способствующий установлению адекватной рыночным условиям и характеристикам займа ставки купонного дохода. Однако возможность точного построения денежных потоков, как у эмитента, так и у инвесторов (в отличие от фиксированного размера купонного дохода), отсутствует.

Российская практика показывает (см. **пункт 1.3**), что наиболее часто **аукцион** (или конкурс) по определению ставки купонного дохода используется для установления **ставки по первому купонному доходу, ставки по следующим купонам** могут определяться следующими **методами**:

-ставка, установленная для первого периода, фиксируется на весь срок обращения (постоянная или последовательно снижающаяся ставка в сравнении со ставкой, зафиксированной на аукционе);

-ставки по остальным купонам устанавливаются в численном выражении в решении о выпуске (постоянная или последовательно снижающаяся ставка);

-ставки по остальным купонам определяются уполномоченным органом эмитента. Обычным приемом является принятие решения о величине купона непосредственно перед датой, на которую становится действительной оферта по облигационному займу. В этом случае у инвесторов, оставшихся недовольными доходностью, объявленной эмитентом, возникает возможность изъять соответствующие облигации из своих портфелей. Поскольку эмитент заинтересован в поддержании положительной публичной кредитной истории, а также в использовании привлеченных средств, в абсолютном большинстве случаев устанавливаемая ставка соответствует рыночным показателям по аналогичным инструментам. Соответственно, это исключает возможность эмитента получать премию в случае падения ставок, однако предотвращает потери в случае их роста;

-ставки по остальным купонам определяются серией последовательных аукционов. Например, как показано в **пункте 1.3**, облигации, по которым по первым 3-м купонам ставка определяется на аукционе при размещении, по 4 – 7 купонам – на аукционе в дату выплаты 3-го купона, а ставка по 8 – 14 купонам – на аукционе в дату выплаты 7-го. Инвестор не может прогнозировать доходы, генерируемые облигацией, начиная с 4-го купона; с высокой долей вероятности не сможет получить премии к рыночным ставкам в случае их снижения, поскольку установленная в ходе аукциона ставка будет приближена к рыночной. Инвестор не будет защищен и от того, что в период действия определенной ставки купонного дохода финансовое положение эмитента ухудшится настолько, что ставка не будет адекватной сопутствующим рискам – т.е. недостаток аналогичный фиксированному купонному доходу. Однако такой способ, в отличие от случая, когда купонный доход остается неизменным, частично защищает инвестора от неблагоприятного изменения конъюнктуры рынка в целом или положения самого эмитента, поскольку в даты аукционов по определению размеров купонного дохода инвесторы самостоятельно определяют необходимые ставки доходности в соответствии с рыночными ставками и своими представлениями о рисках. При этом если в заявке, поданной владельцем облигаций, указана требуемая ставка доходности выше той, что определена на аукционе, эмитент выкупает облигации у этих владельцев;

-ставки по остальным купонам ставятся в зависимость от какого-либо индикатора финансового рынка (доходность ГКО – ОФЗ, индекс потребительских цен и т.п.);

-комбинирование этих приемов.

Сроки выплаты купонов

Обычными сроками выплаты купонов по корпоративным облигациям являются «один раз в квартал» или «один раз в полгода». Например, в последнем случае купонный (процентный) доход по облигациям может выплачиваться за период, равный 182 календарным дням. Соответственно, 2-летние облигации имеют четыре купонных периода. Датами окончания первого, второго, третьего, четвертого купонных периодов облигаций являются соответственно даты, наступающие на 182, 364, 546, 728-й день с даты начала размещения облигаций. Датой выплаты купонного дохода по каждому купону является дата окончания соответствующего купонного периода.

Расчет доходности по облигационному займу в период его конструирования

Стоимость заимствований является наиболее чувствительным параметром для эмитента, включая в себя не только процент по облигационному займу, но и затраты на его подготовку, выпуск в обращение и обслуживание.

Проектируемая стоимость облигационных заимствований, если она завышена, незамедлительно сопоставляется эмитентом с ценой ссудного капитала в других формах (банковские кредиты, вексельные заимствования, лизинг и т.п.), что в условиях достаточной денежной ликвидности и обилия ссудного капитала (2003 – 2004 гг.) может приводить эмитента к заключению о невыгодности выхода на рынок облигаций и, соответственно, к отказу от выпуска облигационного займа.

Пример расчета стоимости заимствований, включающей затраты на подготовку облигационного займа, приведен ниже (таблица 6.10).⁷³ Как следует из приведенных расчетов, дополнительные затраты увеличивают стоимость заимствования на 1,12 % годовых.

Таблица 6.10

Примерный расчет стоимости облигационных заимствований

Статья расчета	Сумма
Объем выпуска по номиналу (рублей)	200 000 000
Цена продажи (% номинала)	100
Доходность (% годовых)	18,00
Срок обращения (лет)	3
Объем выпуска по цене размещения (рублей)	200 000 000
<i>Минус затраты:</i>	<i>4 084 988</i>
Налог на операции с ценными бумагами (0,2% номинала, но не более 100 000 рублей) (рублей)	100 000
Услуги организатора размещения (0,5% номинала, но не менее 25 000 долларов США) (рублей)	1 000 000
Плата за андеррайтинг (0,5% номинала)(рублей)	1 000 000
Услуги финансового консультанта (0,2% номинала, но не менее 50 000 долл.) (рублей)	1 425 000
Услуги организации, осуществляющей учет перехода прав собственности (НДЦ) (0,05% номинала) (рублей)	100 000

⁷³ Приведенные расчеты упрощены. Они не учитывают стоимость денег во времени (дисконтирование).

Комиссия организатора торговли (0,1% от 120 000 000 рублей по номиналу + 0,01% от всего, что выше) (рублей)	139 988
Маркетинговые мероприятия (приблизительные данные) (рублей)	270 000
в т.ч. проведение презентации займа (рублей)	150 000
в т.ч. рекламная и PR-поддержка в СМИ (рублей)	120 000
Прочие расходы (публикации сообщений в прессе, нотариальное оформление документов) (рублей)	50 000
Итого выручка от продажи облигаций (за минусом расходов) (рублей)	195 915 012
Дополнительные затраты в процессе обращения облигаций – услуги платежного агента (0,1% от объема погашения) (рублей)	308 000
Объем погашения (номинальная стоимость + купонные платежи) (долл.)	308 000 000
Итоговая стоимость заемных ресурсов (% годовых в рублях)	19,12

Определение цены размещения

Цена размещения определяется:

- типом облигаций (дисконтные или процентные);
- ценовой стратегией, выбранной для облигаций;
- уровнем доходности, выбранным эмитентом, в сравнении с другими (схожими по риску) эмитентами и сопоставимыми по условиям корпоративными облигациями; порядком формирования доходности, установленным для выпуска;
- рыночной конъюнктурой в период размещения облигаций (оценкой того, примет ли рынок облигации данного уровня риска, доходности и объема выпуска).

Как указывалось выше, налог на операции с ценными бумагами взывается с номинальной суммы облигационного займа. Соответственно, с точки зрения налогообложения наиболее оптимальным является размещение облигационного займа по цене несколько выше номинала. Продажа купонных облигаций по цене ниже номинала является наименее выгодным вариантом, поскольку это приводит к возникновению убытка, который не уменьшает налогооблагаемую базу по налогу на прибыль.

В соответствии со Стандартами эмиссии ценных бумаг (пункт 6.1.7) цена размещения облигации может формироваться следующим образом (**таблица 6.11**):

Таблица 6.11

Методы формирования цены размещения облигации

Нет порядка определения цены	Устанавливается порядок определения цены размещения	
	Формула с переменными	Решение Совета директоров
Цена фиксируется в цифровом выражении	Цена размещения определяется формулой с переменными (курс иностранной валюты, котировка определенной ценной бумаги у организатора торговли и др.), значения которых не могут изменяться в зависимости от усмотрения эмитента	Цена размещения определяется советом директоров (наблюдательным советом), в т. ч. по результатам торгов (аукциона, конкурса), по итогам анализа поданных заявок на покупку

В том случае, если устанавливается порядок определения цены размещения (а не ее фиксированная величина), он должен позволить вычислить цену облигации на каждый день в течение всего срока размещения.

Пример. Предположим, что цена размещения по купонной облигации формируется на аукционе. В этом случае, поскольку размещение может быть произведено в период, когда дата начала купонного периода уже наступила, цена размещения облигаций – на любой день срока размещения - рассчитывается как **сумма цены облигаций, установленной на аукционе, и величины накопленного купонного дохода на соответствующую дату.**

Соответственно, в день начала размещения цена равна аукционной. В каждый последующий день цена размещения увеличивается на сумму накопленного купонного дохода (НКД), определяемую по следующей формуле:

НКД (в рублях) = Номинальная стоимость облигаций x (Купонная ставка в % / 100) x Число дней с момента начала купонного периода / 365.

Пример определения параметров облигационного займа

Расчеты доходности, являясь завершающими в композиции займа, дают возможность установить параметры облигационного займа как целого. Пример композиции займа (в ее наиболее существенных чертах) приведен в **таблице 6.12**.

Таблица 6.12

Параметры облигационного займа Челябинского металлургического комбината (ОАО «МЕЧЕЛ») (февраль 2003 года)

Наименование параметра	Параметры выпуска облигаций ОАО «МЕЧЕЛ»	Обоснование выбора ОАО «МЕЧЕЛ»
Объем выпуска	1 000 000 000 рублей	Данный объем выпуска вполне адекватен сложившимся оборотам предприятия – выпуск составляет порядка 5-6% от годового оборота компании. Кроме того, выпуск в объеме 1 млрд. рублей позволяет рассчитывать на высокую ликвидность на вторичном рынке
Срок обращения	1092 дня (3 года)	Оптимальный выбор с точки зрения снижения накладных затрат эмитента на организацию займа
Купонные выплаты	Ставка 1 купона определялась в ходе аукциона на ММВБ в дату размещения. Ставки 2-го, 3-го и 5-го купонов определяются эмитентом. Ставка 4 купона равна ставке 3 купона, а ставка 6 купона – ставке 5 купона.	В условиях высокой волатильности процентных ставок и, как следствие, в связи со сложностью их прогнозирования, эмитент предусмотрел возможность самостоятельного определения ставок последующих купонов. Данная структура, с одной стороны, позволяет оптимизировать расходы эмитента по обслуживанию долга, а с другой – сохранять инвестиционную привлекательность выпуска
Оферты на выкуп облигаций	По облигациям предусмотрено 3 оферты – 2 полугодовых и 1 годовая, цена оферт – 100% от номинала.	Такая структура оферт повысила инвестиционную привлекательность облигаций (в соответствии с временными горизонтами облигационных займов, принятых в этот период рынком)
Обеспечение выпуска	Поручителем по облигационному займу выступает ОАО «Угольная компания «Южный Кузбасс».	В соответствии с Законом «Об акционерных обществах» для выпуска эмитентом заявленного объема облигаций необходимо предоставление обеспечения. Обеспечение было предоставлено в виде поручительства компанией, аффилированной с эмитентом.

6.1.8. Учет требований ликвидности и поддержания вторичного рынка при конструировании облигационного займа

Выбор формы фиксации прав на облигацию

В пункте 1.2 дана характеристика *форм фиксации прав на ценные бумаги* (таблица 6.12):

Таблица 6.12

Формы фиксации прав на облигации

<i>Облигации в бездокументарной форме</i>	<i>Облигации в документарной форме</i>
Форма облигации, при которой владелец устанавливается на основании <i>записи в системе ведения реестра</i> владельцев облигаций или, в случае депонирования облигаций, на основании записи по счету депо	Форма облигаций, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом <i>сертификата облигации</i> или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо

В этой форме могут выпускаться только именные облигации . Облигации на предъявителя не могут быть бездокументарными (невозможность фиксации и установления владельца)	В этой форме могут выпускаться только облигации на предъявителя . Именные облигации не могут быть документарными	
	Облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением сертификата	Облигации на предъявителя без обязательного централизованного хранения сертификата

Разновидностью документарных облигаций являются **документарные облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением сертификата** (один сертификат может удостоверить право на одну, несколько или все облигации на предъявителя одного выпуска (так называемый глобальный сертификат). Эмитент принимает решение о том, могут ли сертификаты документарных облигаций выдаваться на руки владельцам (без обязательного централизованного хранения), или же они подлежат обязательному хранению в депозитарии и не могут выдаваться на руки всем владельцам.

Достоинства и недостатки каждой из указанных выше форм облигаций представлены в **таблице 6.13**:

Таблица 6.13

Достоинства и недостатки корпоративных облигаций (по критерию форма фиксации прав на облигации)

Форма облигаций	Достоинства	Недостатки
Именная бездокументарная	-эмитент не несет расходы по изготовлению бланков ценных бумаг; -упрощается процедура купли-продажи ценных бумаг (нет необходимости в физическом перемещении ценных бумаг и проверке подлинности сертификатов); -контроль эмитента за сделками, совершаемыми с облигациями	-при размещении облигаций на бирже необходимо дополнительно к договору с регистратором заключать договор с уполномоченным биржей депозитарием
Именная документарная	Выпуск запрещен	
Предъявительская документарная (без обязательного централизованного хранения)	-не требуется обращаться к услугам регистратора или депозитария для учета прав на ценные бумаги (следовательно, отпадает необходимость нести дополнительные расходы); -минимизация документооборота при осуществлении сделок с облигациями (часто только простая передача сертификата облигации)	-необходимо печатать большое количество бланков облигаций -необходимо определять подлинность каждой облигации -эмитент не контролирует сделки с облигациями
Предъявительская документарная (с обязательным централизованным хранением)	-не требуется обращаться к услугам регистратора для учета прав на ценные бумаги (следовательно, отпадает необходимость нести дополнительные расходы); -печатается только один сертификат, который удостоверяет права на весь выпуск облигаций; - нет необходимости проверять подлинность облигаций, так как единственный сертификат не выдается	- необходимо обязательно прибегать к услугам депозитария для хранения сертификата облигаций и учета прав владельцев облигаций

	на руки владельцам облигаций, а права на ценные бумаги удостоверяются записями по счетам депо	
Предъявительская бездокументарная	Выпуск запрещен	

В том случае, если эмитент стремится к организации ликвидного биржевого рынка своих облигаций, то, как правило, выбирается *предъявительские документарные облигации с обязательным централизованным хранением*, как несущие наименьшие издержки и наиболее подходящие для быстрого, по наиболее простой технологии перевода прав на облигации при совершении биржевых сделок.

Позиционирование облигационного займа относительно структуры вторичного рынка⁷⁴

Создание условий для будущей ликвидности облигаций при проектировании облигационного займа. Вопрос о поддержке обращения облигаций впервые встает перед эмитентом и организатором выпуска еще на стадии подготовки займа. Чем более ликвидным будет заем, тем ниже риски инвесторов и тем благоприятнее, при прочих равных, условия облигационного займа по доходности.

Соответствующие пункты заключаемых договоров на андеррайтинг / организацию выпусков содержат основные требования по поддержанию вторичного рынка. В первую очередь речь идет об обязательстве организаторов и / или андеррайтеров выставлять двусторонние котировки по облигациям данного выпуска (институт маркет-мейкеров). Параметры выставления котировок (котируемые лоты, спрэд, объем, по достижении которого возможен переход к односторонним котировкам, котировальный перерыв) могут с разной степенью «жесткости» быть прописаны в соглашении, либо договор может содержать обязательство организатора или андеррайтера стать официальным маркет-мейкером по данному выпуску облигаций на соответствующей торговой площадке (например, ММВБ или РТС). Помимо поддержания двусторонних котировок банки-организаторы / андеррайтеры выпусков облигаций также предлагают кредитование владельцев облигаций в форме РЕПО или с использованием ценных бумаг в качестве залога.

Выполнение функций маркет-мейкера для последнего связано с принятием на себя существенных рисков в случае существенного изменения рыночной ситуации. На росте рынка маркет-мейкер может остаться без облигаций, что вынудит его откупать проданные бумаги по более высокой цене для сохранения портфеля. В случае падения маркет-мейкер приобретает избыточное количество облигаций, что грозит перегрузкой портфеля и превышением имеющихся лимитов, вынуждает фиксировать убытки, продавая ранее купленные бумаги по более низкой цене.

Поэтому участник рынка (организатор, со-организатор, андеррайтер), берущий на себя обязательство по поддержанию двусторонних котировок, запрашивает у эмитента (или у организатора в случае формирования пула андеррайтеров) дополнительную комиссию, которая будет зависеть от степени жесткости параметров поддержания рынка. Таким образом, вопрос о необходимости введения института маркет-мейкеров по конкретному выпуску облигаций должен рассматриваться исходя из оптимизации соотношения расходов эмитента по оплате услуг маркет-мейкеров и ожиданий увеличения спроса на потенциально более ликвидные бумаги, в отношении которых есть гарантии по поддержанию вторичного рынка.

⁷⁴ Материал предоставлен ОАО «Внешторгбанк»

Учет структуры покупателей на вторичном рынке. При этом чрезвычайно важным представляется верное позиционирование выпуска, прежде всего касательно круга потенциальных покупателей. Последних можно условно разделить на две группы.

К первой группе следует отнести участников рынка, покупающих облигации до погашения или, по крайней мере, на длительный срок («инвесторы»).

Вторую группу составляют «спекулянты», то есть участники рынка, делающие обычно кратко- и сверхкраткосрочные вложения в расчете на извлечение прибыли из колебаний рынка.

Для первой группы покупателей облигаций, как правило, наиболее важными представляются такие факторы как «глубина» котировок (то есть возможность в случае необходимости быстро продать значительный объем ценных бумаг) и структура займа, в максимальной степени ограничивающая ценовые и кредитные риски (сравнительно небольшой срок, наличие возможности досрочного предъявления эмитенту (оферт), поручительства третьих лиц, сравнительно небольшой купонный период).

Для второй же группы более необходимы предельно узкие спреды, позволяющие часто менять структуру портфелей без значительных издержек, и возможность кредитования под обеспечение купленных облигаций, так как в отличие от представителей первой группы, спекулятивные операции чаще всего ведутся на заемные средства.

Учитывая, что на практике в «чистом виде» представители обеих групп встречаются чрезвычайно редко (как правило, большинство участников рынка имеет в портфелях и инвестиционную, и спекулятивную составляющие), правильная оценка круга будущих приобретателей облигаций и их потребностей способствует оптимизации параметров займа (возможный объем займа, доходность, необходимость привлечения соорганизаторов и/или андеррайтеров) как с точки зрения эмитента, так и с точки зрения организаторов.

Примеры из практики организации облигационных займов Банком внешней торговли.

В феврале 2003 года Внешторгбанк осуществил почти одновременно – с интервалом в несколько дней - размещение двух облигационных займов (первого выпуска облигаций ОАО «АВТОВАЗ» и третьего выпуска собственных облигаций) со следующими параметрами (*таблица 6.14*):

Таблица 6.14
Сравнительная структура облигационных займов

Показатель	Эмитент	
	ОАО «АВТОВАЗ»	ОАО «Внешторгбанк»
Объем выпуска по номиналу	1 млрд руб.	2 млрд руб.
Количество облигаций	1 млн. шт.	2 млн. шт.
Номинальная стоимость	1 тыс. руб.	1 тыс. руб.
Вид, тип и форма ценных бумаг	Документарные, процентные, неконвертируемые облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением	Документарные, процентные, неконвертируемые облигации на предъявителя с обязательным централизованным хранением
Срок обращения облигаций	360 дней	1092 дня
Ставка купона	Единая для всего срока обращения, определена на аукционе при размещении (15.25 % годовых)	I – 15.50%, II- 15.00%, III-14.50%, IV-14.00%
Купонный период	90 дней	273 дня

Цена размещения	100 % от номинала	Определена в ходе аукциона при размещении (110.39% от номинала)
Досрочный выкуп	Не предусмотрен	Не предусмотрен
Размещение облигаций	ММВБ	ММВБ
Способ первичного размещения	Открытая подписка	Открытая подписка
Вторичное обращение	ММВБ, внебиржевой рынок	ММВБ, внебиржевой рынок
Организатор и ведущий андеррайтер	ОАО «Внешторгбанк»	-
Платежный агент	ОАО «Внешторгбанк»	-
Депозитарий	Национальный депозитарный центр	Национальный депозитарный центр
Со-организаторы, со-андеррайтеры	Отсутствуют	ABN AMRO Bank A.O., Credit Swiss First Boston, JP Morgan Bank, Raiffeisen Bank Austria, Всероссийский банк развития регионов, Международный Московский Банк, НОМОС-БАНК
Маркет-мейкеры	ОАО «Внешторгбанк»	ABN AMRO Bank A.O., Credit Swiss First Boston, JP Morgan Bank, Raiffeisen Bank Austria, Всероссийский банк развития регионов, Международный Московский Банк, НОМОС-БАНК
Параметры выполнения функций маркет-мейкера	«Мягкие» (без фиксации параметров), впоследствии Внешторгбанк стал маркет-мейкером ММВБ (спред 0,3% от цены, лот 3 000 бумаг)	Спред: 0,3% от цены, объем: 3 000 бумаг, объем с правом перехода к односторонним котировкам: 5000 бумаг, обязательство стать официальным маркет-мейкером ММВБ
Иные формы поддержания вторичного рынка	Операции «РЕПО», проводимые ОАО «Внешторгбанк»	Операции «РЕПО»
Дата начала размещения	21 февраля 2003 г.	26 февраля 2003 г.
Дата окончания размещения	21 февраля 2003 г.	26 февраля 2003 г.

В случае с облигационным выпуском ОАО «АВТОВАЗ» эмитент и организатор (ОАО «Внешторгбанк») приняли во внимание, что данная эмиссия является первым рыночным облигационным займом для эмитента.

В связи с этим было принято решение о небольшом (1 год) сроке обращения выпуска и достаточно коротком (3 месяца) сроке купонного периода. Исходя из опыта организации вексельной программы ОАО «АВТОВАЗ» (векселя серии АВ, Внешторгбанк является агентом по размещению и домицилиатом) было сделано предположение, что сформируется круг достаточно консервативных покупателей, имеющих лимиты на эмитента, которые будут держать приобретенные облигации в течение достаточно продолжительного времени. Структура выпуска подразумевала, что бумага будет умеренно волатильной и не очень интересной для спекуляций.

Проведенный анализ и опросы участников рынка в ходе презентаций, предшествовавших размещению, показали, что основной формой поддержки

вторичного рынка должна быть возможность проведения сделок «РЕПО», так как определенное количество участников рынка, будучи готовыми принять риски эмитента, имели ограничения как по величине и срочности располагаемых ресурсов, так и нормативного характера. Вместе с тем имеющегося на рынке спроса было вполне достаточно, и не возникло необходимости привлекать к размещению дополнительных андеррайтеров в целях избежания рисков приобретения выпуска «на книжку» организатора.

На практике размещение и дальнейшее обращение облигаций ОАО «АВТОВАЗ» показали верность выбранной стратегии. Выпуск был размещен «в рынок», в ходе обращения колебания котировок были сравнительно небольшими. Более того, в июле 2003 года, на фоне общего обвала котировок облигаций и повышения процентных ставок облигации ОАО «АВТОВАЗ» стали для многих одним из наиболее привлекательных активов ввиду небольшого срока, оставшегося до погашения, и достаточно хорошей доходности для инвестирования.

Через несколько дней после размещения облигационного займа ОАО «АВТОВАЗ» Внешторгбанк осуществил размещение собственного выпуска облигаций. Это третий выпуск облигаций ВТБ, первый был размещен в 2000 году и погашен в 2002 году, второй размещен в 2002 году и находится в обращении (погашение в 2004 году).

Первые два выпуска облигаций Внешторгбанка практически полностью «осели» в портфелях консервативных инвесторов – российских «дочек» иностранных банков и крупнейших российских банков. Оборот вторичного рынка был не очень большим, так как большинство инвесторов держали бумаги до погашения. Планируя размещение третьего выпуска своих облигаций, Внешторгбанк принял решение о подготовке бумаги, представляющей интерес для самого широкого круга участников рынка. Была поставлена задача обеспечить максимальную ликвидность облигаций 3-го выпуска.

Несмотря на то, что по предварительным оценкам объем рыночного спроса существенно превышал объем выпуска, был создан пул андеррайтеров, в который вошли представители семи банков. При этом одним из условий участия было получение статуса маркет-мейкера ММВБ по облигациям выпуска. Таким образом, было обеспечено достижение сразу нескольких целей:

во-первых, андеррайтеры гарантировали размещение при любой конъюнктуре рынка;

во-вторых, участие андеррайтеров увеличивало совокупный спрос на облигации выпуска при размещении, что побуждало всех потенциальных покупателей в условиях переподписки выставлять заявки на максимально выгодных для эмитента уровнях;

- в-третьих, обязанность андеррайтеров выставлять двусторонние котировки с достаточно жесткими параметрами обеспечила ликвидность облигаций Внешторгбанка третьего выпуска на вторичном рынке как с точки зрения «глубины» котировок, позволившей оперативно управлять достаточно крупными портфелями, так и с точки зрения узости спреда, позволившей участвовать в торгах инвесторам, склонным к частым изменениям структуры своих портфелей.

Вышесказанное лучше всего проиллюстрировать данными об обороте и количестве сделок на ММВБ за II квартал 2003 года. По облигациям третьего выпуска было заключено 868 сделок на общую сумму более 3,2 миллиардов рублей (для сравнения – оборот по облигациям второго выпуска составил около 230 миллионов рублей при 20 заключенных сделках). Облигации Банка внешней торговли третьего выпуска стали одной из наиболее торгуемых ценных бумаг, что во многом стало следствием удачного структурирования и позиционирования займа. Не вызывает сомнения и то, что инвесторы по достоинству оценят ликвидность облигаций Внешторгбанка и при размещении следующих займов банка.

Выводы. Таким образом, окончательный выбор стратегии поддержания вторичного рынка определяется исходя из многих параметров (срок займа, его объем, круг держателей облигаций, волатильность рынка, уровень кредитного риска эмитента). На стадии подготовки структуры займа эмитенту и организатору необходимо провести анализ состояния рынка, потребностей инвесторов, осуществить позиционирование готовящегося выпуска. Не следует слепо руководствоваться исключительно принципом «много ликвидности не бывает» и устанавливать максимально жесткие условия для маркет-мейкеров, так как стоимость соответствующих услуг может превысить ожидаемую выгоду для эмитента, а в некоторых случаях требования обязательного поддержания вторичного рынка могут даже вызвать проблемы с формированием синдиката андеррайтеров. Успех выпуску может обеспечить лишь подготовка эмиссии с учетом интересов всех участников – эмитента, организаторов, андеррайтеров и покупателей ценных бумаг. Нащупать эту тонкую грань – одна из основных задач при организации облигационного займа.

6.2. Конструирование облигаций: связь с рынком субфедеральных и муниципальных облигационных займов

6.2.1. Взаимодействие субфедеральных, муниципальных и корпоративных облигационных займов⁷⁵

Настоящее руководство посвящено, в первую очередь, проблемам становления рынка корпоративных облигаций. Однако для потенциальных эмитентов очень полезным будет и несколько другой – более широкий – взгляд на рынок, когда сегмент корпоративных бумаг рассматривается не как обособленная и замкнутая часть рынка, а как его составляющий компонент. Целый ряд аргументов свидетельствует о том, что уровень их взаимной интеграции существенно более высок, чем это может показаться на первый взгляд:

1. **Общая инвестиционная база.** Многие инвесторы в России или вообще не имеют ограничений по тому, в какие инструменты (корпоративные или муниципальные) они могут инвестировать, или, по крайней мере, в определенных пределах эти ограничения не являются существенными.
2. **Общая рыночная динамика.** Практика показывает, что ситуация на рынке муниципальных бумаг в значительной степени коррелирует с ситуацией по корпоративным облигациям (в отличие, например, от рынка ГКО-ОФЗ, который часто в значительной степени независим от других сегментов).
3. **Общий круг организаторов займов.** Крупнейшие инвестиционные и универсальные банки России одинаково успешно организуют как выпуски облигационных займов корпораций, так и муниципальные выпуски.
4. **Общая инфраструктура.** Поскольку наиболее значительная часть рынка (как по корпоративным, так и по муниципальным бумагам) пользуется услугами одной и той же инфраструктуры (торгово-депозитарной системы Московской межбанковской валютной биржи), переток капитала между этими сегментами осуществляется очень легко и оперативно. В определенном смысле российский рынок муниципальных облигаций имеет даже меньшую степень единства

⁷⁵ Материал для книги представлен АКБ «Росбанк»

(учитывая технологический «разрыв» между ММВБ и СПВБ), чем московские сегменты рынка облигаций корпоративных и муниципальных заемщиков.

Теоретически тесная связь между корпоративными и муниципальными бумагами понятна, но что она означает с практической точки зрения? Могут ли эмитенты воспользоваться этой общностью различных сегментов рынка, или, другими словами, есть ли смысл «упаковывать» корпоративные займы и выпускать их от имени соответствующего субъекта Федерации или муниципалитета?

Анализируя этот вопрос, необходимо иметь в виду следующие моменты.

1. **Ликвидность.** В настоящее время фактор ликвидности играет одну из самых значительных ролей в ценообразовании конкретных бумаг. Выпуски объемом до 500 млн. заведомо неликвидны, и инвесторы относятся к ним «не очень хорошо», требуя значительной премии. С этой точки зрения небольшие корпоративные заемщики, для которых по отдельности выход на рынок экономически нецелесообразен, могут объединиться и выпустить «один» заем от имени муниципалитета или субъекта Федерации, в котором они являются «резидентами».
2. **Срочность займа.** Многие субфедеральные займы в настоящее время имеют значительный срок обращения, зачастую выше, чем средний для корпоративных бумаг и гораздо выше – чем для дебютных корпоративных выпусков. По мелким дебютным корпоративным выпускам оферта по-прежнему выставляется через год или даже чаще. В то же время почти каждый субъект Федерации и муниципалитет – более «опытный» заемщик, и для него срочность займа может быть гораздо выше. Некоторые субфедеральные займы имеют срочность 5 лет, при этом оферты по муниципальным облигациям не используются (даже Петербург заявил о том, что будет отходить от практики выпуска ГИО ПК-ПДП, в которых оферта предусмотрена).
3. **Снижение кредитного риска.**
 - a. Регион может или выпустить заем от своего имени, или выступить гарантом по займу, выпущенному от имени какого-либо специального юридического лица, созданного для этих целей. Это резко повышает его кредитный статус. Даже если финансовое положение региона не является безупречным, у него обычно имеется гораздо больше возможностей расплатиться по займу, и, в конце концов, всегда остается административный ресурс (как показала последняя история с еврозаймом Нижегородской области, когда сначала Сбербанк выдал кредит на покрытие разрыва, а затем федеральный бюджет принял на себя гарантии по этому кредиту. Конечно, рублевые облигации – это не евробонды, но все же «экстренный» ресурс у администраций гораздо выше, чем у компаний).
 - b. Если в один облигационный заем объединяются планы финансирования нескольких производственных проектов, то эффект «внутренней диверсификации» приводит к тому, что кредитный риск улучшается, и больше инвесторов готовы открыть лимиты на данный инструмент. Грубо говоря, в рамках одного займа уже проведена та диверсификация, которую инвестору пришлось бы осуществлять на рынке через приобретение различных инструментов. Это особенно ощущается, когда объединяемые проекты относятся к отраслям с низкой корреляцией финансового положения.

4. **Налоговые и административные преимущества: эмитент.** Ключевым преимуществом выпуска займов от имени регионов является меньшая стоимость и большая гибкость административных процедур. Так, региональным заемщикам не требуется уплачивать 0,2% налог на эмиссию (который платится до размещения выпуска и, соответственно, никак не связан с тем, удачным ли оно оказалось). Кроме того, Минфин РФ регистрирует только условия выпуска, которые могут быть сформулированы очень широко, а не решения о размещении конкретных займов. Корпоративный эмитент не имеет возможности изменять что-либо в структуре займа после регистрации проспекта облигаций. Региональный эмитент, если условия выпуска составлены грамотно, «чувствует себя» в их рамках очень свободно, без проблем варьируя все параметры займа – и срочность, и объем, и купонную структуру.⁷⁶ Наконец, регистрация эмиссионных документов в соответствии с требованиями Минфина РФ позволяет эмитенту не привлекать финансовых консультантов и, соответственно, не оплачивать их услуги.
5. **Налоговые преимущества: инвесторы.** Для инвесторов субфедеральные и муниципальные облигации имеют льготный режим налогообложения по купонному доходу как для физических лиц (0%), так и для юридических лиц (льготная ставка 15%). Поскольку период бурного роста котировок, связанный со снижением процентных ставок по облигациям, уже в прошлом, теперь инвесторы будут обращать особое внимание именно на купонный доход, а не на прибыль от изменения цены облигаций (capital gains облагаются налогами одинаково и по корпоративным, и по муниципальным выпускам).
6. **Несовершенная информация.** Городские и областные администрации часто в курсе дел предприятия гораздо лучше, чем, например, «московские» инвесторы, и лучше понимают, что стоит за «сухими цифрами» баланса того или иного предприятия. Поэтому они готовы «пропускать через свой бюджет» проекты, которые показались бы очень рискованными для независимых инвесторов в случае их выпуска в форме корпоративных займов самими компаниями.
7. **Возможность размещения по различным ценам.** Муниципальные бумаги могут размещаться по различным ценам, в то время как по корпоративным законодательство требует единых условий размещения. Это активно используют такие эмитенты, как Москва, Петербург и другие. «Многоценовой» механизм размещения позволяет не упускать небольшие, но все же доходы от тех инвесторов, кто подает заявки лучше отсечения (при аукционе по цене).
8. **Моментальное начало вторичных торгов.** При выпуске муниципального займа инвесторам – покупателям облигаций не требуется дожидаться регистрации отчета об итогах выпуска, и это обстоятельство также помогает снизить размер требуемой инвесторами доходности, приводя к удешевлению займа для эмитента.

Таким образом, в определенных случаях для эмитентов может стать выгодной «группировка займов» и их выпуск в «упакованном» виде от имени региональной администрации. Конечно, как и во всех остальных случаях, выбор конкретного способа заимствований должен делаться только после тщательной проработки всех имеющихся альтернатив с помощью опытного организатора.

В качестве такого организатора позиционирует себя Росбанк (по итогам 2002 г. первое место среди банков в рейтинге андеррайтеров субфедеральных и

⁷⁶ Как показали события лета 2003 г., когда на рынке наблюдалась значительная коррекция после роста зимы-весны 2003 г., соображения гибкости займа очень важны для эмитентов, поскольку вместе с переносами времени размещения займа бывает очень важно изменить и его объем, срочность или купоны.

муниципальных облигаций, первое место среди банков в рейтинге организаторов субфедеральных и муниципальных облигаций).

6.2.2. Учет практики выпуска субфедеральных займов при организации эмиссии корпоративных облигаций⁷⁷

Организационно-правовая система размещения и обращения государственных именных облигаций Санкт-Петербурга

История рынка. Государственные именные облигации Санкт-Петербурга (далее - ГИО СПб) – один из самых «старых» инструментов российского финансового рынка. Первый аукцион по размещению облигаций (тогда еще называвшихся муниципальными краткосрочными облигациями) состоялся 23 марта 1995 года. Выбор облигационного займа как основного инструмента заимствования был обусловлен стремлением финансового руководства города диверсифицировать источники финансирования, повысить эффективность и гибкость управления долгом.

Инвестиционная компания АВК по заказу Комитета экономики и финансов Администрации Санкт-Петербурга приступила к разработке концепции облигационного займа в 1994 году. Работа велась в условиях отсутствия нормативно-правовой базы по субфедеральным облигациям, отсутствия инфраструктуры рынка, адекватной финансовым потребностям города, далекой от совершенства платежной системы. Надежность расчетно-учетных систем и правил явилась одним из основных требований. Кроме того, разработчики старались в максимальной степени использовать опыт Минфина РФ на рынке ГКО.

Организация рынка (см. *схему 3*). Основу рынка ГИО СПб составляет система «Генеральный агент – Дилеры». **Генеральный агент** - Инвестиционная компания АВК - представляет на рынке исключительно интересы эмитента. Основными задачами Генерального агента являются обеспечение размещения облигаций среди Дилеров, снижение стоимости заимствования, финансовое консультирование Комитета финансов по вопросам, связанным с рынком ценных бумаг, информационное обеспечение займа и поддержание ликвидности вторичного рынка.

И на первичном, и на вторичном рынке Генеральный агент действует исключительно за счет и по поручению Эмитента. Генеральный агент не приобретает облигации Эмитента за свой счет или за счет других клиентов ни при каких обстоятельствах, не рекомендует кому-либо из инвесторов ни цену, ни время приобретения. Данные ограничения обусловлены избежанием конфликта интересов с Эмитентом:

- поскольку Генеральный агент не может приобретать облигации на аукционе, его рекомендации Эмитенту по цене отсечения направлены исключительно на поиск оптимального баланса интересов между снижением ставки заимствования для Эмитента и долгосрочной привлекательностью рынка для инвесторов;
- поскольку Генеральный агент не может торговать за свой счет на вторичном рынке, его сделки совершаются только в пределах утвержденных Эмитентом ценовых параметров с целью, во-первых, доразмещения облигаций, во-вторых, управления долговым портфелем для достижения желаемого соотношения стоимости заимствования/риска, в-третьих, поддержания ликвидности вторичного рынка.

⁷⁷ Материал для книги представлен инвестиционной компанией «АВК»

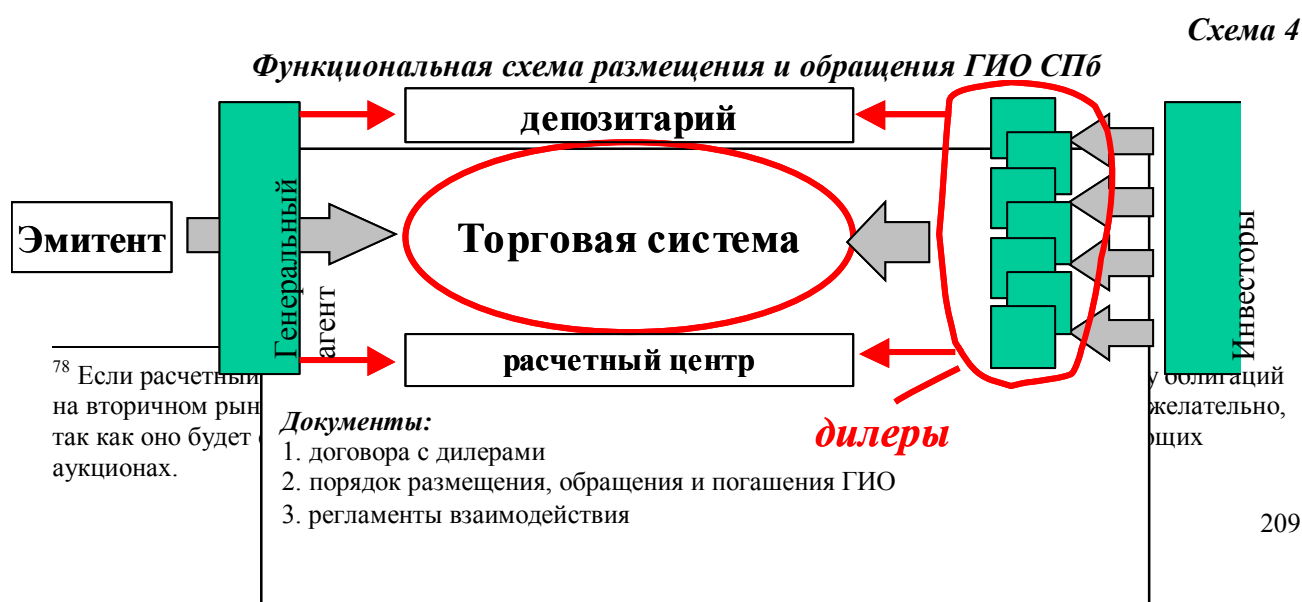
Функции Генерального агента в рассмотренном варианте организации первичного рынка в наибольшей степени схожи с функциями ведущего менеджера (lead manager) по размещению еврооблигаций, составляющего книгу заявок.

Дилеры заключают сделки с ГИО СПб на первичном и вторичном рынке, как за свой счет, так и за счет своих клиентов. Все Дилеры работают на рынке на одних и тех же условиях, с типовым договором может ознакомиться любое заинтересованное лицо. Основным обязательством Дилера является выставление определенного объема неконкурентных заявок на аукционах по размещению / доразмещению выпусков ГИО СПб. Необходимый объем заявок определяется исходя из **дилерской квоты** в соответствии с договором и расчетного объема выпуска, устанавливаемого Эмитентом в пределах размещаемого объема.

В 2002 – 2003 годах на многих аукционах Комитет финансов Администрации Санкт-Петербурга не устанавливал расчетного объема, не вменяя Дилерам обязательств по выкупу квот. Определяя расчетный объем, Эмитент учитывает целый ряд факторов. Как правило, аукциону предшествует предварительный маркетинг выпуска, в ходе которого Генеральный агент займа консультируется с Дилерами по поводу параметров выпуска (тип бумаги, срок обращения и прочее). Генеральный агент, представляя интересы Эмитента, заинтересован в наиболее равномерном распределении выпуска среди дилеров, в наибольшем количестве конкурентных заявок на аукционе и в отсутствии значительных продаж дилерами на вторичном рынке сразу после аукциона⁷⁸. Кроме того, учитываются потребности Эмитента в привлечении долга на среднесрочную перспективу, рассматривается возможность последующего доразмещения выпуска как на аукционах, так и на вторичных торгах.

Право Дилеров заключать сделки на первичном и вторичном рынке и вести обслуживание клиентов представляет собой своего рода плату Эмитента за выполнение Дилерами обязательств по выкупу облигаций в дни аукционов. При оценке выполнения квоты принимаются все неконкурентные заявки, поданные Дилером, – и собственные, и клиентские. Санкции за неоднократное нарушение Дилером своих обязательств ограничиваются расторжением договора Эмитентом в одностороннем порядке, но материальной ответственности Дилера за невыполнение квоты не возникает.

Ни Генеральный агент, ни Дилеры не гарантируют определенную ставку заимствования и объем размещения Эмитенту при принятии им решения о выпуске. Консультации Генерального агента с Дилерами относительно вероятных ценовых уровней заявок носят информационно-индикативный характер и служат для определения вероятного диапазона рыночных цен нового выпуска в дополнение к информации об уровне доходности на вторичном рынке.



Приверженность Эмитента схеме размещения займов посредством Генерального агента через институт Дилеров обусловлена практикой управления долгом, подразумевающей активные операции Эмитента на вторичном рынке. Официальные дилеры займа выступают контрагентами генерального агента в ходе такого рода операций, следствием чего, наряду с эффективным управлением денежными потоками Эмитента, является большая емкость вторичного рынка.

Инвесторы рынка ГИО СПб

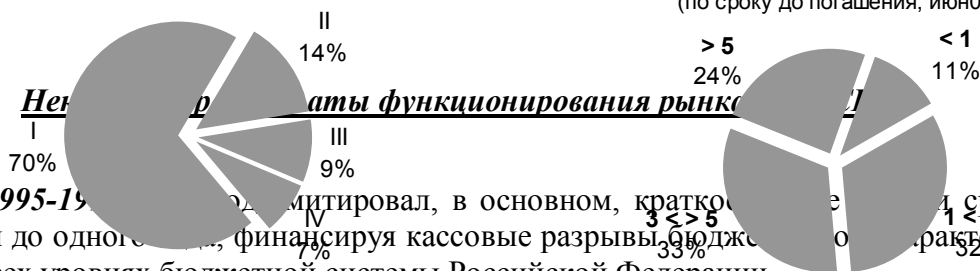
	Количество
I Банки	59
II Физические лица	7 053
III Прочие инвесторы	216
IV Инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании	69

диаграмма 1: Структура владельцев ГИО СПб

(июн03 г; совокупный объем рынка 7.8 млрд руб)

диаграмма 2: Структура рынка ГИО СПб

(по сроку до погашения; июн03 г)



В 1995-1997 гг. Санкт-Петербург активно функционировал, в основном, краткосрочными облигациями с сроком обращения до одного года, финансируя кассовые разрывы бюджета города. В этот период были характерны тогда на всех уровнях бюджетной системы Российской Федерации.

В 1997 г. инвесторам были предложены облигации со сроком обращения до 3 лет. Ухудшение макроэкономической конъюнктуры вкупе с дефолтом федерального правительства в 1998 году серьезно усложнили функционирование рынка ГИО СПб. Санкт-Петербург, будучи одним из немногих эмитентов, сохранивших оригинальными график и объемы платежей по долгу, тем не менее, столкнулся с дефицитом спроса и очень высокими требованиями к доходности инвесторов во второй половине 1998 – начале 1999 гг. Однако неукоснительное исполнение городом своих обязательств способствовало стабилизации спроса на ГИО. Некоторое время в 1999 году доходность петербургских бумаг была ниже доходности облигаций федерального правительства аналогичной срочности, свидетельствуя о высоком доверии кредиторов к городу.

Наряду с прочими ограничениями на профиль и объемы долга Санкт-Петербург продолжал следовать принципам снижения рисков рефинансирования. В 1999 – 2001 гг., например, основной задачей управления долгом было снижение пиковой нагрузки

по погашению еврооблигаций Петербурга в 2002 г. за счет использования выручки на рынке ГИО для досрочного выкупа еврооблигаций по относительно низким ценам на вторичном рынке. Кроме того, с целью нивелировать риски рефинансирования погашаемых обязательств и исключить чрезмерную нагрузку на бюджет объемы погашаемого долга равномерно распределяются во времени.

В течение **2001 – 2002 гг.** спрос инвесторов на среднесрочные облигации (до 5 лет) укрепился настолько, что средневзвешенный срок до погашения ГИО СПб возрос за два года втрое (до 27 месяцев) на август 2002. Осенью 2002 года Санкт-Петербург первым из российских эмитентов успешно разместил облигации сроком обращения 7 и 9 лет в объеме свыше 1,5 млрд руб. по номиналу. К концу 2002 года объем долга по ГИО СПб составлял 7,8 млрд руб., средний срок до погашения был равен 40 месяцам.

В **2000 - 2002 гг.** бюджет Санкт-Петербурга исполнялся с профицитом, поэтому заимствования посредством ГИО частично замещали другие долговые обязательства города. Причиной осуществления заимствований в **2003 году** стала потребность в модернизации городской инфраструктуры. Увеличивая капитальные расходы за счет меньших объемов погашения долга, Санкт-Петербург финансирует крупные инфраструктурные проекты. Это накладывает ограничения на параметры эмитируемого долга – срок его привязан к сроку полезного действия финансируемых объектов инфраструктуры. Кроме того, инфраструктурой пользуется, как правило, не одно поколение налогоплательщиков, поэтому и проценты за обслуживание такого долга, целесообразно равномерно распределить в течение срока полезного действия объектов инфраструктуры.

С марта 1995 года по август 2003 совокупный объем эмиссии в рамках внутреннего займа Санкт-Петербурга составил 39,1 млрд руб., совокупный оборот вторичного рынка⁷⁹ - 99 млрд руб.

Перспективы и возможности применения принципов функционирования рынка ГИО СПб для корпоративных займов; общие выводы

Российское законодательство предъявляет к корпоративным заемщикам более жесткие требования в ходе эмиссии облигаций нежели к государственным. Тем не менее, многие принципы функционирования рынка ГИО СПб могут оказаться полезными и для рынка корпоративных облигаций.

Широкое распространение получила точка зрения, что эмитенту следует в любом случае стремиться как можно раньше зафиксировать цену и объем облигаций, которые намеревается продать инвесторам / выкупить на себя организатор. Предполагается, что реализуемая таким образом схема «жесткого» андеррайтинга нивелирует риски эмитента неудачно провести размещение.

Однако, как известно, снижение рисков не бывает бесплатным: детальное рассмотрение процесса обнаруживает механизм этой оплаты. Фиксация «жестких» условий происходит, как правило, за несколько месяцев до аукциона. Поскольку Организатор не заинтересован в покупке по цене ниже рыночной, он закладывает в условиях своего участия премию к текущему (в момент фиксации «жестких» условий) уровню доходности тем большую, чем выше волатильность (изменчивость) рыночных условий.

С экономической точки зрения имеет место продажа опциона организатором эмитенту с ценой исполнения равной зафиксированной в «жестких» условиях цене и датой исполнения равной предполагаемой дате аукциона. На момент аукциона

⁷⁹ Сделки спот, репо, и форвардные контракты

возможны два исхода: рыночная доходность может оказаться равной или ниже чем по зафиксированной цене – эмитент «теряет» выплаченную за опцион премию, либо выше ее – тогда организатор несет убытки и опцион, по крайней мере, частично, себя окупил, если только между эмитентом и организатором не была достигнута другая договоренность.

Как показала практика 2003 г. последнее наиболее вероятно, т.к. эмитент, который ставит целью создание репутации на рынке ценных бумаг, не заинтересован, чтобы вся эмиссия была выкуплена организатором и одним-двумя андеррайтерами. Таким образом, в большинстве случаев «жесткий» андеррайтинг не работает для эмитента.

Мировая практика также свидетельствует о значительно большей распространенности схемы с плавающими условиями размещения (*best effort underwriting*), таким, в сущности, является способ размещения ГИО СПб.

В то же время неопределенность относительно того, какими будут параметры спроса на аукционе, обуславливает стремление организатора к предварительным договоренностям с другими брокерами - дилерами в части объемов и приблизительных ценовых уровней спроса. Наличие подобных договоренностей не означает, что аукцион пройдет нечестно, так как брокеры - дилеры, принявшие на себя обязательства, в ходе аукциона не имеют никаких преимуществ перед другими инвесторами. Оговоренные ценовые уровни не представляют собой столь конфиденциальную информацию, как это может показаться на первый взгляд. Напротив, организатор заинтересован в наличии ориентиров будущей цены аукциона у широкого круга инвесторов, так как возрастающая вследствие этого определенность в общем случае активизирует спрос на размещаемый выпуск. Кроме того, предварительные договоренности могут не определять прямо цену, а, например, фиксировать объем неконкурентных заявок. Условия предварительных договоренностей тем мягче, чем четче ориентиры справедливой цены предлагаемого долга. Например, наличие независимого кредитного рейтинга и (или) публично обращающихся обязательств у эмитента облегчает позиционирование новой эмиссии.

Можно заметить, что есть схожие черты в предварительных договоренностях при размещении на плавающих условиях и размещении на жестких условиях, которые тем явственнее, чем:

- более жестко фиксируется цена;
- в большей степени отличны договоренности между разными профучастниками, участвующими в размещении и организатором;
- больше срок между утверждением договоренностей и датой размещения;
- более узкий круг участников аукциона и менее равномерно распределяется выпуск среди них.

Привносимые таким образом недостатки, свойственные андеррайтингу на жестких условиях, могут быть нивелированы путем создания системы стандартных договоров между профучастниками.

Действующие системы Дилеров ГИО Санкт-Петербурга и ГО(В)З Москвы являются моделью такой системы договоров и регламентов. Основные ее достоинства состоят в том, что минимизируется документооборот и сокращается время принятия решения инвесторами; а права и обязанности каждой стороны заранее известны.

В случае с ГИО СПб объявление эмитента об аукционе только активизирует действующие договора, уточняя права и обязанности каждой стороны, но оставляет право каждому дилеру воздержаться от участия в размещении отдельного выпуска.

Мировая практика организации размещения облигационных займов характеризуется достаточно активным использованием такого рода инструментария. Стандартные договора разрабатываются ассоциациями профессиональных участников соответствующих сегментов рынка ценных бумаг.⁸⁰ Как правило, такого рода договор заключается между двумя брокерами - дилерами рынка на равных началах, то есть стороны в отдельных транзакциях могут меняться ролями.

Принципиально важно то, что типовой договор общедоступен, и организатор выпуска, предлагая сотрудничество другим брокерам - дилерам, делает это согласно требованиям ранее заключенного договора, ссылаясь на его версию или номер. Очевидно, что, будучи широко распространенными, подобные договора упрощают и ускоряют синдикацию пула участников размещения, позволяя расширить их круг, повысить информационную прозрачность первичного рынка, снизить неэффективные издержки и эмитентов, и профучастников.

Несоответствие цен множества первичных транзакций оценкам широкого круга инвесторов, как вероятное следствие жесткой фиксации условий размещения, порождает «накапливание перекосов». Следствием такого рода «перекосов» является неустойчивая емкость и ценовая конъюнктура первичного рынка. Иными словами, рынку в такой ситуации более свойственны продолжительность кризисных явлений, излишняя сезонность и т.п. Напротив, превалирование плавающих условий размещения в отношении крупных и регулярных заемщиков, максимально широкое распространение выпуска среди инвесторов способствуют стабильности рынка. Так как информационная прозрачность первичного рынка и эффективное сотрудничество брокеров - дилеров (на основе системы договоров) являются лучшими условиями для определения справедливой цены.

⁸⁰ Например, The Bond Market Association, International Security Market Association

Глава 7. Взаимодействие эмитента с профессиональными участниками рынка ценных бумаг

7.1. Андеррайтеры и организаторы выпуска

7.1.1. Инвестиционный банк как посредник между эмитентом и рынком

Ни один выпуск не обходится без привлечения банка, способного организовать процесс подготовки, размещения и дальнейшего сопровождения займа. Инвестиционный банк призван помочь заемщику реализовать проект привлечения долгового финансирования на высокопрофессиональном уровне. Услуги по финансовому консультированию, организации займа, андеррайтингу, поддержанию котировок вторичного рынка – это краткий перечень того, что может предложить инвестиционный банк потенциальному заемщику. При этом вся работа проводится банком в тесном контакте с заемщиком, с учетом интересов и потребностей последнего.

В международной практике *инвестиционный банк – это универсальный коммерческий банк или полносервисная брокерско – дилерская компания, предоставляющие услуги на фондовом рынке в области организации и гарантирования размещения ценных бумаг, брокерских операций, инвестиционного консультирования, доверительного управления, корпоративного финансирования, сделок по реорганизации бизнеса.*

Как и любые финансовые институты, инвестиционные банки осуществляют *перераспределение денежных ресурсов* от тех экономических агентов, которые имеют их в избытке, к тем, которые нуждаются в них для инвестиций в производство и поддержания текущего хозяйственного оборота.

В отличие от традиционного коммерческого банка, основными финансовыми инструментами которого являются кредиты и депозиты, в отличие от страховой компании и пенсионного фонда, базой оборота которых являются страховые и пенсионные полисы, в основе операций инвестиционных банков лежат ценные бумаги.

Функции инвестиционного банка как финансового посредника в процессе выпуска и размещения ценных бумаг:

-организация первичного рынка ценных бумаг, «проведение ценной бумаги через рынок», к которому у эмитента нет непосредственного доступа, установление справедливой цены на фондовые ценности;

-прямое перераспределение денежных ресурсов от первичных инвесторов в ценные бумаги к эмитентам;

-обеспечение ликвидности первичного рынка, послерыночная поддержка ценных бумаг эмитента;

-перераспределение финансовых рисков (от эмитента к инвесторам). При размещении ценных бумаг передаются не только денежные ресурсы, но и продаются и покупаются риски эмитента, связанные с инвестированием средств, привлеченных на основе выпуска корпоративных облигаций;

-перераспределение информации (оценка и анализ эмитента и рисков, связанных с его ценными бумагами, и предоставление этой информации широкому кругу потенциальных инвесторов).

Минимальный набор лицензий для обслуживания выпуска и размещения корпоративных облигаций. В данном качестве может выступать только **профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий брокерскую и дилерскую деятельность, либо только брокерскую деятельность.**

Брокерской деятельностью признается совершение гражданско-правовых сделок с ценными бумагами в качестве поверенного или комиссионера, действующего на основании договора поручения или комиссии, а также доверенности на совершение таких сделок при отсутствии указаний на полномочия поверенного или комиссионера в договоре.

Брокеры предоставляют услуги по организации сделок с ценными бумагами, в том числе при первичном размещении. Брокер является посредником в сделке купли-продажи облигаций при их первичном размещении, представляя интересы предприятия-эмитента. Исполняя поручение эмитента на продажу облигаций, брокер вступает в контакт с другими брокерами, которые представляют интересы инвесторов.

После первичного размещения облигаций эмитенту требуется обеспечить их ликвидность, поскольку сам рынок обычно не в состоянии осуществлять достаточно большое количество сделок с вновь появившимися ценными бумагами. Поэтому эмитенту для обеспечения ликвидности облигаций необходимо выбрать дилера и заключить с ним договор.

Дилерской деятельностью признается совершение сделок купли-продажи ценных бумаг от своего имени и за свой счет путем публичного объявления цен покупки и/или продажи определенных ценных бумаг с обязательством покупки и/или продажи этих ценных бумаг по объявленным лицом, осуществляющим такую деятельность, ценам. Как правило, дилер выставляет двухстороннюю котировку на ценную бумагу, предлагая купить или продать ценную бумагу любому лицу по заранее установленной цене.

Если дилер обязуется постоянно выставлять котировки на покупку и продажу облигации, то он будет являться маркет-мейкером по данной облигации. Наличие маркет-мейкера повышает ликвидность облигаций и доверие к ним инвесторов.

Вместе с тем ниже будет показано, что **отдельные виды услуг** по организации выпуска корпоративных облигаций могут осуществляться юридическими и физическими **лицами, не являющимися профессиональными участниками** рынка ценных бумаг.

Выбор эмитентом инвестиционного банка. В связи с изложенным успех выпуска корпоративных облигаций во многом зависит от того, насколько правильно эмитент выберет инвестиционный банк в качестве «проводника» на рынке корпоративных эмиссий. Обычные **критерии выбора**:

- профессиональная репутация инвестиционного банка; отзывы других клиентов;
- прошлый опыт удачного обслуживания корпоративных эмиссий;
- способность к финансовой поддержке размещаемого выпуска корпоративных облигаций (выкуп части эмиссии, гарантирование выкупа, предоставление гарантий и поручительств по основному обязательству облигационного займа и т.п.);
- операционная способность в размещении облигационных займов, наличие клиентской базы, способной выкупать займы на первичном рынке; перечень услуг, возможность покрыть все работы, необходимые для выпуска облигационного займа;
- цена услуг, ее сопоставимость со среднерыночной, конкурентоспособность в сравнении с ценовыми заявками других инвестиционных банков.

Выбор инвестиционным банком эмитента. Обычно инвестиционный банк отбирает в потоке заявок эмитентов на выпуск облигационных займов те потенциальные

эмиссии, которые соответствуют установленным им критериям. К ним обычно относятся:

-размер эмиссии. Чем крупнее инвестиционный банк, тем выше требования, предъявляемые им к минимальному объему эмиссии, который он берется вывести на рынок (исходя из соотношения затрат и результатов на облигационный проект);

-наличие потенциального спроса на облигации эмитента, приемлемое прогнозируемое соотношение риска, доходности и ликвидности по ним;

-степень подготовленности бизнеса, систем раскрытия информации к выпуску корпоративных облигаций, однозначность решений эмитента (собственников, исполнительных органов), относящихся к инициации выпуска своих облигаций.

Этика инвестиционного банковского дела. Обслуживая выпуск корпоративных облигаций, инвестиционный банк имеет доступ к самой чувствительной информации об эмитенте, способен предполагать его будущие конкурентные позиции на рынке, динамику экономического и финансового положения, изменение курсов ценных бумаг и т.п. Это – так называемая служебная (инсайдерская) информация, конфиденциальная по своей природе, еще не раскрытая други инвесторам на рынке.

В этой связи необходимо иметь в виду, что при осуществлении андеррайтинга и оказании других услуг по размещению ценных бумаг, **важнейшими требованиями** к инвестиционному банку и его сотрудникам являются следующие:

-**интересы клиента** должны иметь **приоритет** над **собственными интересами** андеррайтеров и других профессиональных участников, принимающих участие в подготовке выпуска и размещении ценных бумаг;

-инвестиционный банк **не вправе манипулировать** ценами на фондовом рынке и понуждать к покупке или продаже корпоративных облигаций путем предоставления умышленно искаженной информации о них, об эмитентах, о ценах на корпоративные облигации, включая информацию, представленную в рекламе. Соответственно, подготовка выпуска и размещение облигаций не должны содержать действия, являющиеся манипулированием ценами на ранее размещенные ценные бумаги данного эмитента, обращающиеся на фондовой бирже или на внебиржевом рынке (т.е. на акции, облигации, векселя, фьючерсы и опционы, базисом которых являются ценные бумаги данного эмитента). Такие манипулятивные действия оказывали бы прямое влияние на ценовые и объемные условия размещения корпоративных облигаций. Например, искусственное поддержание ликвидности более ранних выпусков корпоративных облигаций данного эмитента, уже обращающихся на бирже, и их скупка с целью снижения текущей доходности непосредственно воздействовали бы на величину спроса на новый выпуск облигаций, существенно улучшали бы его ценовые и объемные параметры в период первичного размещения;

-инвестиционный банк и его сотрудники **не имеют права использовать служебную информацию**, полученную при подготовке выпуска и размещения облигаций, для заключения сделок, а также передавать служебную информацию для совершения сделок третьим лицам.

Соответствие действий инвестиционного банка законодательству РФ и профессиональным стандартам. Хотя специальных нормативных актов, которые бы регламентировали организацию выпуска ценных бумаг и андеррайтинг, в России пока не существует (апрель 2004 г.), все действия инвестиционных банков в этой области могут быть сведены к брокерским и дилерским операциям, к консультационной деятельности по поводу совершения сделок с ценными бумагами (более подробно это будет показано ниже).

Как следствие, андеррайтинг и другие услуги по размещению ценных бумаг должны выполняться с соблюдением правил, стандартов и рекомендаций, утвержденных ФСФР, Банком России, другими правомочными органами государственной власти по надлежащему осуществлению брокерской и дилерской деятельности, по предупреждению конфликтов интересов и разрешению их в пользу клиентов, по предотвращению манипулирования ценами и использования служебной информации.

В начале 2004 г. саморегулируемая организация «Национальная фондовая ассоциация» разработала первый в России проект профессионального стандарта в области организации выпуска и андеррайтинга ценных бумаг (январь – апрель 2004 г.). Указанный стандарт также может быть источником правил и требований к деятельности инвестиционных банков и их сотрудников по организации выпуска и андеррайтингу корпоративных облигаций.

7.1.2. Классификация услуг инвестиционных банков, связанных с размещением корпоративных облигаций

Профессиональный участник, осуществляющий *брокерскую и дилерскую* деятельность, *либо только брокерскую деятельность*, может предоставлять следующие *услуги по подготовке размещения и размещению* корпоративных облигаций:

-услуги *финансового консультанта* (по состоянию на апрель 2004 г.) на рынке ценных бумаг по подготовке проспекта ценных бумаг в порядке и с учетом ограничений, установленных законодательством РФ, нормативными актами федеральных органов государственной власти (ниже не рассматриваются);

Справочно: Основная функция финансового консультанта в границах, установленных законом «О рынке ценных бумаг», - оказание эмитенту услуг по подготовке проспекта ценных бумаг; удостоверение соответствия информации, раскрываемой эмитентом в процессе эмиссии ценных бумаг, требованиям российского законодательства; в частности, с этой целью подписание проспекта ценных бумаг;

- услуги *по организации выпуска* ценных бумаг;
- услуги *по андеррайтингу* выпуска ценных бумаг.

7.1.3. Услуги по организации выпуска ценных бумаг. Организатор и со-организатор выпуска

Виды услуг

К услугам по *организации выпуска ценных бумаг* относятся виды деятельности, не связанные с гарантированием или осуществлением сделок с разрезаемыми корпоративными облигациями.

Эти услуги носят организационный, консультационный и информационный характер, включая в себя:

-*анализ* правоспособности эмитента по осуществлению выпуска ценных бумаг, консультирование эмитента по вопросам, связанным с устранением нарушений законодательства о рынке ценных бумаг и защите инвесторов, о хозяйственных обществах, антимонопольного законодательства, в том числе по вопросам регистрации

предшествующих выпусков ценных бумаг, обязательного раскрытия информации, урегулирования конфликтов интересов, получения согласий на совершение сделок с акциями и другими активами, выполнения предписаний ФСФР и других органов государственной власти, а также по иным вопросам, решение которых является предварительным условием выпуска ценных бумаг (*фондовая инвентаризация, «due diligence»*);

-оценочная деятельность в порядке и с учетом ограничений, установленных законодательством РФ, нормативными актами федеральных органов государственной власти. При выпуске корпоративных облигаций и подготовке сделок с ними на первичном рынке часто возникают задачи по оценке активов, прежде всего ценных бумаг, связанные с необходимостью (по законодательству) такой оценки при принятии решений акционерными обществами – эмитентами и инвесторами в облигации;

-разработка параметров и условий выпуска ценных бумаг с учетом целей эмитента, его финансово – экономического состояния и рисков и конъюнктуры рынка ценных бумаг; *инвестиционное проектирование, разработка* бизнес-планов, *консультирование* по проблемам реорганизации и реструктурирования бизнеса, управления акционерным капиталом, корпоративного поведения, экономической и финансовой политики эмитента во взаимосвязи с определением параметров и условий выпуска ценных бумаг; *подготовка* совершения крупных сделок и сделок с заинтересованностью;

-обеспечение бланками ценных бумаг (для документарных ценных бумаг, имеющих физически существующие сертификаты), разработка структуры глобального сертификата (для документарных ценных бумаг с централизованным хранением);

-консультирование эмитента по вопросам организации деятельности его органов управления при принятии решения о выпуске ценных бумаг, при размещении ценных бумаг и раскрытии информации (подготовка и размещение выпуска облигаций связана с множественным принятием решений органами управления эмитента);

-подготовка документов для получения эмитентом в федеральных органах государственной власти, в органах государственной власти субъектов РФ, органах местного самоуправления и Банке России согласований, согласий и разрешений, а также для направления им уведомлений в случаях, установленных законодательством в отношении совершения сделок по распоряжению активами хозяйственных обществ с участием государства в капиталах и в других случаях, определенных установленным порядком регистрации выпусков ценных бумаг;

-представление документов в регистрирующий орган, получение из регистрирующего органа документов, свидетельствующих о государственной регистрации выпуска и отчета об итогах выпуска ценных бумаг;

-подготовка документов и сопровождение принятия решений, связанных с получением различного рода льгот и компенсаций от государства при выпуске корпоративных облигаций (например, бюджетной компенсации части процентных выплат по облигациям, как это предусмотрено в ряде регионов России);

-организация раскрытия информации на всех этапах осуществления выпуска ценных бумаг согласно требованиям законодательства;

-подготовка инвестиционного меморандума о выпуске ценных бумаг для распространения среди потенциальных инвесторов; *анализ* параметров и условий выпуска ценных бумаг с позиций их привлекательности и рисков для инвесторов;

-выявление потенциальных инвесторов и представление им выпуска ценных бумаг с позиций их привлекательности и рисков для инвесторов;

-организация публичных презентаций выпуска ценных бумаг («роад-шоу»), встреч представителей эмитента и потенциальных инвесторов и осуществление иных форм раскрытия информации о выпуске ценных бумаг, не относящихся к обязательным в соответствии с законодательством РФ;

-организация взаимодействия эмитента с фондовыми биржами и / или иными организаторами торговли на рынке ценных бумаг по подготовке размещения ценных бумаг, подготовка, согласование и представление необходимых документов для осуществления допуска ценных бумаг к размещению на торгах фондовых бирж и / или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг;

-проведение работы по выявлению потенциальных поручителя, гаранта, платежного агента, депозитария, регистратора и других сторон, участвующих в организации выпуска, размещения и последующего обращения ценных бумаг;

-при подготовке и при осуществлении выпуска ценных бумаг **организация взаимодействия эмитента** с поручителем, депозитарием, платежным агентом, регистратором и другими сторонами, участвующими в организации выпуска, размещения и последующего обращения ценных бумаг, подготовка, согласование и представление необходимых документов для осуществления взаимодействия между ними;

-иные организационные, консультационные и информационные услуги по подготовке размещения и размещению ценных бумаг, не являющиеся услугами финансового консультанта и услугами по андеррайтингу.

Организатор и со-организатор

Организатор выпуска облигаций. Организатор выпуска – профессиональный участник, имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности, который оказывает услуги по организации выпуска ценных бумаг, указанные выше, выполняя существенную часть фактических и юридических действий, требуемых при подготовке размещения и размещении выпуска ценных бумаг.

Со-организатор выпуска облигаций – профессиональный участник, имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности, который оказывает услуги по организации выпуска ценных бумаг, указанные выше, выполняя при координации со стороны ведущего андеррайтера и / или организатора выпуска значимую часть фактических и юридических действий, требуемых при подготовке размещения и размещении выпуска ценных бумаг.

Порядок признания статуса организатора / со-организатора. Признание профессионального участника рынка ценных бумаг в качестве организатора или со-организатора по конкретному выпуску ценных бумаг осуществляется эмитентом и / или ведущим андеррайтером (менеджером эмиссионного синдиката) по данному выпуску.

7.1.4. Услуги по андеррайтингу выпуска облигаций. Андеррайтер. Формы андеррайтинга

Понятие андеррайтинга

Андеррайтингом выпуска корпоративных облигаций признается **деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг**:

-по совершению сделок по размещению облигаций **от имени и за счет их эмитента** или **от своего имени и за счет эмитента**. Именно в этом качестве андеррайтер продает облигации с эмиссионного счета при их первичном размещении, совершая сделки в интересах эмитента с первыми инвесторами;

-по принятию и исполнению обязательств по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемого выпуска облигаций (в пределах, установленных законодательством). Например, если облигации размещаются во внебиржевом обороте, то инвестиционный банк может принять прямое обязательство по выкупу их на определенных условиях (цена, объем, сроки, условия выкупа, при которых он совершится);

-по выставлению на биржевом аукционе (конкурсе, торгах) **заявок от своего имени и за свой счет** на покупку размещаемых облигаций на согласованных с эмитентом условиях (в том числе по количеству и цене приобретаемых облигаций, месту (организатору торговли) и времени выставления заявок, их адресному или безадресному характеру, иным параметрам заявок). Например, если облигации размещаются на бирже, то прямое обязательство со стороны инвестиционного банка по их выкупу невозможно, т.к. заявки на покупку всегда участвуют в биржевом аукционе и заранее неизвестно, какая из этих заявок будет признана лучшей и, соответственно, удовлетворена. Поэтому то обязательство, которое реально способен принять на себя инвестиционный банк, сводится исключительно к выставлению заявки на покупку облигаций на определенных условиях.

Формами андеррайтинга являются:

-андеррайтинг на базе лучших усилий;

-андеррайтинг на основе твердых (фиксированных) обязательств.

Понятие андеррайтера

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг осуществляется профессиональными участниками, имеющими лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности.

Соответственно, **андеррайтер на рынке ценных бумаг** – профессиональный участник (**инвестиционный банк**), осуществляющий андеррайтинг выпуска ценных бумаг и имеющий лицензии на осуществление брокерской и дилерской деятельности, либо только брокерской деятельности.

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе лучших усилий

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе лучших усилий - деятельность по совершению гражданско–правовых сделок по размещению облигаций профессиональным участником (андеррайтером) от имени и за счет эмитента ценных бумаг или от своего имени и за счет эмитента, которая **не сопровождается** принятием профессиональным участником (андеррайтером) обязательств:

-по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемого выпуска ценных бумаг;

-по выставлению от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых ценных бумаг на согласованных с эмитентом условиях.

Экономическая характеристика. В этом случае андеррайтинг сводится по существу к **брокерским отношениям**. По условиям соглашения с эмитентом **андеррайтер не несет никаких обязательств по выкупу нераспроданной части эмиссии**. Тем самым финансовые риски, связанные с размещением части ценных бумаг, полностью ложатся на эмитента. Часть эмиссии остается нераспроданной. Обязательством андеррайтера является приложить все максимальные, лучшие усилия для размещения ценных бумаг, однако, финансовой ответственности за конечный результат андеррайтер не несет.

Соответственно, профессиональный участник, осуществляя андеррайтинг на базе лучших усилий в пользу эмитента, принимает на себя обязанность предпринять все потенциально необходимые, фактические и юридические действия для наиболее полного размещения выпуска ценных бумаг по наилучшим ценам и в наиболее короткие сроки, исходя из использования всех своих возможностей по ведению профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг и раскрытию информации о выпуске ценных бумаг, обеспечивая обращение к возможно большему числу потенциальных инвесторов, предупреждая конфликты интересов, способные негативно влиять на размещение ценных бумаг эмитента, и обеспечивая их полное и своевременное урегулирование.

Наиболее распространенные ситуации, когда возникает андеррайтинг на лучших условиях:

-инвестиционный банк не обладает достаточной финансовой способностью для того, чтобы вкладывать средства от своего имени и за свой счет в облигации, организатором выпуска и андеррайтером которых он является;

-риски эмитента облигаций слишком велики и выходят за рамки допустимой величины рисков, принятой во внутренней политике инвестиционного банка – андеррайтера для оценки возможности вложения в активы средств от своего имени и за свой счет.

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе твердых (фиксированных) обязательств

Андеррайтинг выпуска ценных бумаг на базе твердых (фиксированных) обязательств - деятельность по совершению гражданско–правовых сделок по размещению облигаций профессиональным участником (андеррайтером) от имени и за счет эмитента или от своего имени и за счет эмитента, которая ***сопровождается*** принятием профессиональным участником (андеррайтером) обязательств:

- ***по выкупу на свое имя*** и за свой счет размещаемого выпуска облигаций (в пределах, установленных законодательством);

- ***по выставлению*** от своего имени и за свой счет заявок на покупку размещаемых облигаций (в пределах, установленных законодательством) на согласованных с эмитентом условиях (в том числе по количеству и цене приобретаемых ценных бумаг, месту (организатору торговли) и времени выставления заявок, их адресному или безадресному характеру, иным параметрам заявок).

Экономическая характеристика. По условиям соглашения с эмитентом ***андеррайтер несет твердые обязательства по выкупу всего или части выпуска по фиксированным ценам.*** В первом случае, даже если часть выпуска окажется невостребованной первичными инвесторами, то андеррайтер обязан ее приобрести, принимая тем самым финансовые риски размещения облигаций. Если же момент первичного размещения по фиксированным ценам совпадает с резким понижением курсов на вторичном рынке, то андеррайтер способен понести огромные курсовые потери.

Таким образом, профессиональный участник (андеррайтер), осуществляя андеррайтинг на базе твердых (фиксированных) обязательств, принимает на себя обязанность предпринять все потенциально необходимые, фактические и юридические действия для наиболее полного размещения выпуска облигаций по наилучшим ценам и в наиболее короткие сроки.

Наряду с этим профессиональный участник (андеррайтер) обязывается осуществить выкуп на свое имя и за свой счет размещаемых облигаций либо – в случае

биржевого аукциона, публичного конкурса и т.п. - выставить заявки на их покупку (в пределах, установленных законодательством) на одном из следующих условий:

-выкуп установленной процентной доли выпуска ценных бумаг (от количества ценных бумаг в выпуске, от объема выпуска ценных бумаг в денежном выражении);

-выкуп части выпуска ценных бумаг, установленной как абсолютная сумма в денежном выражении;

-выкуп всего объема выпуска ценных бумаг (закрывая подписка);

-выкуп ценных бумаг, не размещенных в срок, установленный по договору между эмитентом и профессиональным участником (андеррайтером), с учетом ограничений и порядка указанного выкупа, определенного законодательством РФ и соответствующими решениями и подзаконными актами ФСФР, Банка России и других финансовых регуляторов; в том числе выкуп всего количества ценных бумаг, не размещенных в срок; выкуп в установленной процентной доле от количества ценных бумаг, не размещенных в срок; выкуп части выпуска, установленной как абсолютная сумма в денежном выражении.

Другие формы андеррайтинга, принятые в международной и возможные в российской практике

Андеррайтинг на принципах «все или ничего»: действие соглашения по андеррайтингу прекращается, если андеррайтеру не удастся распределить всю эмиссию.

Андеррайтинг с авансированием и без авансирования эмитента. Например, эмитент может вначале получить кредит у инвестиционного банка под условие, что он будет погашен из денежных средств, поступивших от размещения облигационного займа.

Конкурентный андеррайтинг. При этом виде андеррайтинга подготовку эмиссии на конкурентных началах ведут **несколько андеррайтеров** (банков, брокерско-дилерских компаний), каждый из которых формирует свои ценовые условия, эмиссионные синдикаты и т.д. (естественно, скрытно от другого). Эмитент выбирает андеррайтера по конкурсу заявок на проведение андеррайтинга, обычно ориентируясь на лучшие ценовые и иные условия. Например, если андеррайтер А при прочих равных предлагает установить цену выкупа ценных бумаг у эмитента по 1000 рублей, а андеррайтер Б - по 950 . рублей, то естественно, эмитент (обычно известное, находящееся в хорошем финансовом положении предприятие) предпочтет андеррайтера А.

7.2. Технология первичного размещения корпоративных облигаций

7.2.1. Эмиссионный синдикат: понятие, статус и функции членов

Экономическая характеристика эмиссионного синдиката. В случае большого объема эмиссии финансового и операционного потенциала одного инвестиционного банка недостаточно для успешного осуществления выпуска корпоративных облигаций, для полного покрытия спросом заявленного объема эмиссии. Поэтому андеррайтеры объединяются в синдикат. Синдикат - группа андеррайтеров, совместно, на договорных началах, на принципах разделения прибылей осуществляющих андеррайтинг – организацию, размещение и гарантирование выпуска ценных бумаг. Эмиссионный

синдикат - не является юридическим лицом, это временное объединение инвестиционных банков (брокерско-дилерских компаний, коммерческих банков) для выполнения одной задачи, для принятия совместных обязательств в отношении конкретного выпуска ценных бумаг). Обычно существует от 1-3 до 6-8 месяцев, при этом члены синдиката, сотрудничая в отношении одной ценной бумаги, могут конкурировать на других участках рынка.

Определение эмиссионного синдиката. Эмиссионный синдикат для размещения выпуска ценных бумаг – временное объединение профессиональных участников (андеррайтеров, брокеров) для определения размеров (процентных долей и / или абсолютных сумм) и условий участия каждого из участников синдиката в размещении выпуска ценных бумаг; для согласованного, в интересах эмитента осуществления прав и обязанностей, вытекающих из участия в эмиссионном синдикате.

Эмиссионный синдикат создается на время подготовки и размещения выпуска ценных бумаг.

Члены эмиссионного синдиката, их статус и функции

Член эмиссионного синдиката, созданного для размещения корпоративных облигаций, – андеррайтер или иной профессиональный участник (брокер), обладающий правами и обязанностями в отношении эмитента и / или других членов эмиссионного синдиката по размещению выпуска ценных бумаг.

В **состав членов** эмиссионного синдиката входят:

- ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката);
- со-ведущие андеррайтеры (со-менеджеры эмиссионного синдиката);
- со-андеррайтеры;
- брокеры.

Ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката) – андеррайтер, член эмиссионного синдиката, организующий взаимодействие эмитента, потенциальных инвесторов, членов синдиката, организатора торговли, депозитария, регистратора и других профессиональных участников в отношении размещения выпуска ценных бумаг. В обязанности ведущего андеррайтера (относительно других членов эмиссионного синдиката) входит деятельность по совершению гражданско-правовых сделок по размещению ценных бумаг профессиональным участником от имени и за счет эмитента ценных бумаг или от своего имени и за счет эмитента.

Со-ведущий андеррайтер (со-менеджер эмиссионного синдиката) – андеррайтер, член эмиссионного синдиката, которому ведущим андеррайтером передана значимая часть функций по организации взаимодействия эмитента, потенциальных инвесторов, членов синдиката, организатора торговли, депозитария, регистратора и других профессиональных участников в отношении размещения выпуска ценных бумаг.

Со-андеррайтер – член эмиссионного синдиката, не являющийся ведущим андеррайтером (менеджером эмиссионного синдиката) и со-ведущим андеррайтером (со-менеджером эмиссионного синдиката).

Брокер – член эмиссионного синдиката – профессиональный участник, принимающий на себя обязанности по размещению ценных бумаг на базе лучших усилий от имени и за счет инвестора или от своего имени и за счет инвестора.

В соответствии с данными выше определениями **члены эмиссионного синдиката – андеррайтеры** (ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер) действуют **либо от имени эмитента и за счет эмитента, либо от своего имени и за его счет, либо от своего имени и за свой счет.**

Члены эмиссионного синдиката – **брокеры** действуют либо **от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора.**

**Организатор и со-организатор выпуска облигаций
и эмиссионный синдикат**

Организатор и со-организатор выпуска корпоративных облигаций, если они выступают только в этом качестве, не являются членами эмиссионного синдиката.

**Совмещение статусов участников выпуска и размещения
корпоративных облигаций**

Участники размещения ценных бумаг – члены эмиссионного синдиката могут совмещать следующие статусы:

-ведущего андеррайтера (менеджера эмиссионного синдиката) и организатора выпуска;

-со-ведущего андеррайтера (со-менеджера эмиссионного синдиката) и организатора выпуска ценных бумаг или со-организатора выпуска ценных бумаг;

-андеррайтера и организатора выпуска ценных бумаг или со-организатора выпуска ценных бумаг;

-брокера – члена эмиссионного синдиката и организатора выпуска ценных бумаг или со-организатора выпуска ценных бумаг.

Организатор и со-организатор выпуска ценных бумаг могут не являться членом эмиссионного синдиката (андеррайтером, брокером).

Варианты совмещения статусов участниками размещения ценных бумаг приведены в **таблице 7.1.**

Таблица 7.1

***Варианты совмещения статусов участниками размещения
ценных бумаг***

	Ведущий андеррайтер	Со-ведущий андеррайтер	Со-андеррайтер – член эмиссионного синдиката	Брокер – член эмиссионного синдиката	Организатор выпуска	Со-организатор выпуска
Ведущий андеррайтер		нет	нет	нет	да	нет
Со-ведущий андеррайтер	нет		нет	нет	да	да
Со-андеррайтер – член эмиссионного синдиката	нет	нет		нет	да	да
Брокер – член эмиссионного синдиката	нет	нет	нет		да	да
Организатор выпуска	да	да	да	да		нет
Со-организатор выпуска	нет	да	да	да	нет	

Примечание: Члены эмиссионного синдиката – андеррайтеры (ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер) действуют либо от имени эмитента и за его счет, либо от своего имени и за счет эмитента, либо от своего имени и за свой счет.

Члены эмиссионного синдиката – брокеры действуют либо от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора

Взаимодействие организатора / ведущего андеррайтера с финансовым консультантом

При проектировании облигационного займа нет роли более важной, чем роль организатора / ведущего андеррайтера. Организатор / ведущий андеррайтер облигационного займа принимает на себя весь поток необходимых согласований и договоренностей, избирает единственный путь среди вариантов и проектов, связывает в единый механизм всех участников облигационного проекта. И то, как будет функционировать этот механизм, зависит в значительной степени от организатора / ведущего андеррайтера.

Инвестиционный банк, будучи профессиональным участником рынка ценных бумаг и имея необходимые лицензии ФКЦБ, может выполнять сразу три функции по работе с облигационным проектом – организатора, ведущего андеррайтера и платежного агента.

Такое сочетание является оптимальным с точки зрения эффективности взаимодействия с другими участниками фондового рынка.

Тогда как финансовый консультант осуществляет разработку проспекта облигаций и решения о выпуске, организатор / ведущий андеррайтер сосредотачивает свое внимание на работе с потенциальными андеррайтерами займа и инфраструктурными организациями – биржами, расчетными депозитариями.

При этом предполагается, что и организатор / ведущий андеррайтер, и финансовый консультант работают в тесном контакте с эмитентом, согласуя с ним все принимаемые решения.

Об очередности выбора эмитентом организатора или финансового консультанта есть различные мнения. Есть практика, когда по предложению уже выбранного финансового консультанта назначается организатор / ведущий андеррайтер. Многочисленны и обратные случаи. Но главное – чтобы между всеми тремя было полное взаимопонимание.

Здесь хочется подчеркнуть важную особенность – финансовый консультант работает в плоскости экономико-юридических вопросов, организатор / ведущий андеррайтер – технологических и финансовых. Деятельность финансового консультанта направлена на решение, образно говоря, вопросов теории, деятельность организатора / ведущего андеррайтера – практическим аспектам работы с займом.

Защита конкуренции на рынке услуг, связанных с размещением ценных бумаг

Предупреждение ограничения конкуренции на рынке финансовых услуг. Организация эмиссионного синдиката, осуществление иных видов деятельности при подготовке размещения и размещении ценных бумаг не должны приводить к ограничению конкуренции на рынке финансовых услуг, к формированию соглашений и осуществлению действий, ограничивающих конкуренцию среди эмитентов, инвесторов и профессиональных участников при размещении ценных бумаг.

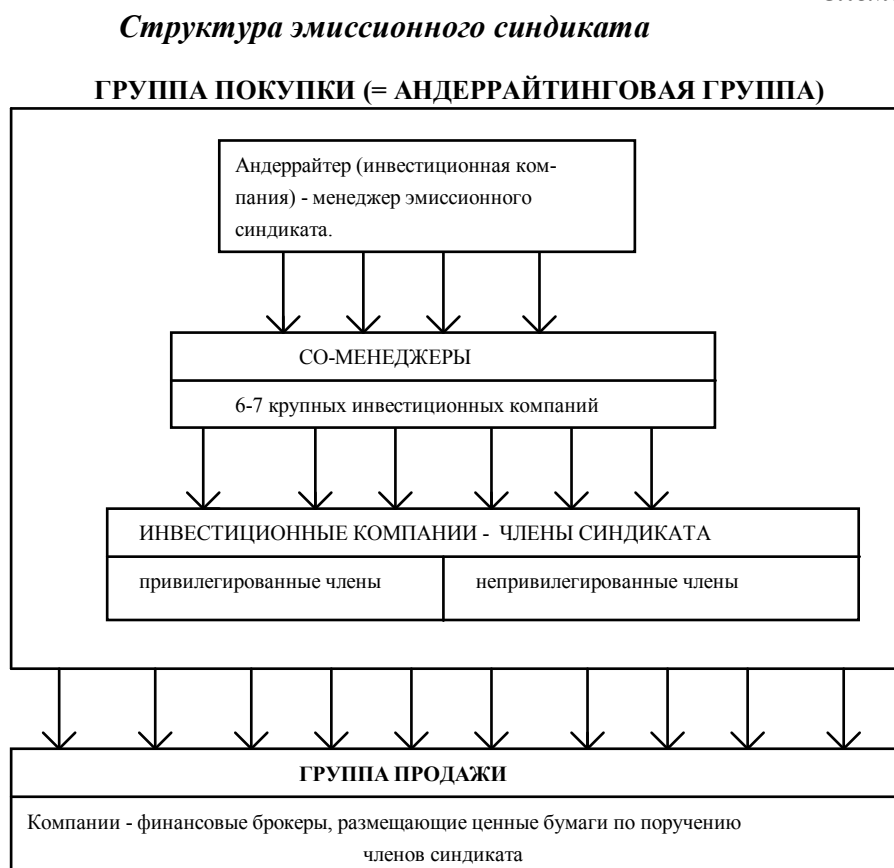
Соблюдение равенства инвесторов. Организация эмиссионного синдиката с целью подготовки размещения и размещения ценных бумаг путем открытой подписки не должна нарушать равенства инвесторов в возможности приобретения ценных бумаг при их размещении, независимо от того, представлены ли их интересы членами эмиссионного синдиката или же иными профессиональными участниками.

7.2.2. Международный опыт: структура эмиссионных синдикатов и ценообразование в них

На *западных рынках*, в отношении крупных выпусков ценных бумаг формируются эмиссионные синдикаты, содержащие до 200 - 250 членов - инвестиционных банков.

Структура эмиссионного синдиката (основа – международная практика фондового рынка) приведена на следующей схеме (см. *схему 5*).

Схема 5



Комментарий к схеме. Эмиссионный синдикат, группа покупки, андеррайтинговая группа - равнозначные понятия. Группа покупки названа так потому, что компании - ее члены (т.е. члены синдиката) принимают на себя обязательства / гарантии по выкупу всего выпуска ценных бумаг или его части (т.е. осуществляют андеррайтинг на базе жестки фиксированных обязательств).

Группа продажи названа так потому, что компании - ее члены работают как брокеры, принимающие поручения у членов синдиката на первичное размещение (продажу первичным инвесторам) данного выпуска ценных бумаг. В отличие от группы покупки, члены группы продажи не принимают на себя обязательства по выкупу эмитируемых ценных бумаг (т.е. осуществляют андеррайтинг на базе лучших усилий).

В составе группы покупки (эмиссионного синдиката) андеррайтер-менеджер обычно выполняет следующие основные функции:

- формирование состава и координация работы синдиката;
- подготовка андеррайтингового договора (договор между эмитентом и членами синдиката на обслуживание первичного размещения ценных бумаг) и синдикационного договора (договор между членами синдиката по

- распределению обязанностей, обязательств и финансовых результатов при выполнении андеррайтингового договора);
- приобретение относительно большей части эмиссии, распределение оставшейся части эмиссии между членами синдиката;
 - представительство эмиссионного синдиката в отношениях с эмитентом и другими внешними сторонами;
 - стабилизация цен в период первичного размещения (покупка у первичных инвесторов ценны бумаг по курсам, соответствующим ценам первичного размещения или выше их, чтобы в указанный период нельзя было эти же бумаги купить дешевле на вторичном рынке);

Часть указанных функций инвестиционная компания-менеджер делегирует 6-7 компаниям - **со-менеджерам** (в крупном синдикате), каждая из которых, соответственно, **координирует работу 20-30 членов синдиката, а также принимает к выкупу значительные доли эмиссии.**

Менеджерами и со-менеджерами обычно бывают крупные инвестиционные банки, действующие в национальном масштабе.

В качестве **рядовых членов синдиката** обычно выступают средние и мелкие инвестиционные компании, действующие в межрегиональном и региональном масштабе. **Привилегированные члены** отличаются от **непривилегированных** масштабом взятых на себя обязательств и, следовательно, ценовой скидки, которую они получают при выкупе ценных бумаг у эмитента.

Ценовой механизм работы эмиссионного синдиката. Каждый из членов синдиката выкупает определенную часть эмиссии при ее первичном размещении и перепродает ее публике, получая прибыль от разницы в ценах.

В связи с тем, что в российской практике действует требование равенства цен при первичном размещении, механизм эмиссионного синдиката может быть воспроизведен только в адаптированном к российским условиям виде (менеджер выкупает у эмитента, со-менеджеры у менеджера, члены синдиката у со-менеджеров и т.д.).

В этом случае структура цен будет выглядеть следующим образом (см. **схему 6**).

Схема 6

Цена продажи ценной бумаги публике

менеджер синдиката	Цена выкупа бумаги у эмитента	Прибыль менеджера синдиката			
со-менеджер	Цена выкупа бумаги у эмитента	Плата менеджеру синдиката	Прибыль со-менеджера		
член синдиката	Цена выкупа бумаги у эмитента	Плата менеджеру синдиката	Плата со-менеджеру	Прибыль члена синдиката	
брокер - член группы продажи	Цена выкупа бумаги у эмитента	Плата менеджеру синдиката	Плата со-менеджеру	Плата за андеррайтинг	Прибыль брокера

комиссионные брокера

Величина ценового спреда (разница между ценой продажи бумаги публиче и ценой ее выкупа у эмитента) колеблется в международной практике от 1% (крупная известная, кредитоспособная компания) до примерно 25% (маленькая венчурная компания). Кроме того, на спред влияют следующие факторы:

-**размер эмиссии** (чем больше эмиссия, тем меньше спред)

-**качество ценных бумаг** (чем выше качество, тем меньше спред)

-**вид ценной бумаги** (по облигациям с залогом он меньше, чем по необеспеченным долговым обязательствам), далее спред продолжает расти - от конвертируемых облигаций к привилегированным и, наконец, обыкновенным акциям.

Пример деления спреда при его величине, равной 2% от цены выпуска облигации у эмитента:

0,25% - плата компании - менеджеру за управление синдикатом

0,75% - плата за андеррайтинг (членам синдиката)

1,0% - комиссионные брокерам группы продажи

Как «физически» происходит распределение выпуска ценных бумаг (см. схему 7) (международная практика фондового рынка на примере эмиссии финансово устойчивых, имеющих хорошее имя компаний).

Схема 7



7.2.3. Варианты организации эмиссионных синдикатов в российской практике

В зависимости от целей эмитента, выбранной модели облигационного займа, его объема, операционной и финансовой способности инвестиционного банка, являющегося основным партнером эмитента по облигационному займу, эмиссионный синдикат может быть создан в качестве:

-двухуровневого (схема 8);

-трехуровневого (схема 9);

-четырёхуровневого (схема 10).

Чем больше уровней в эмиссионном синдикате, тем более значительный объем выпуска корпоративных облигаций он способен принять на себя, тем больше число финансовых институтов, участвующих в организации и размещении эмиссии.

Распределение функций при размещении облигаций на первичном рынке. При осуществлении размещения облигаций через эмиссионный синдикат ведущий андеррайтер выступает в интересах и по поручению эмитента в качестве продавца ценных бумаг, а также может покупать размещаемые облигации за собственный счет или в интересах и за счет инвесторов.

Другие андеррайтеры – члены эмиссионного синдиката выступают исключительно покупателями облигаций за собственный счет либо в интересах и за счет инвесторов.

Схема 8⁸¹

Двухуровневый эмиссионный синдикат*

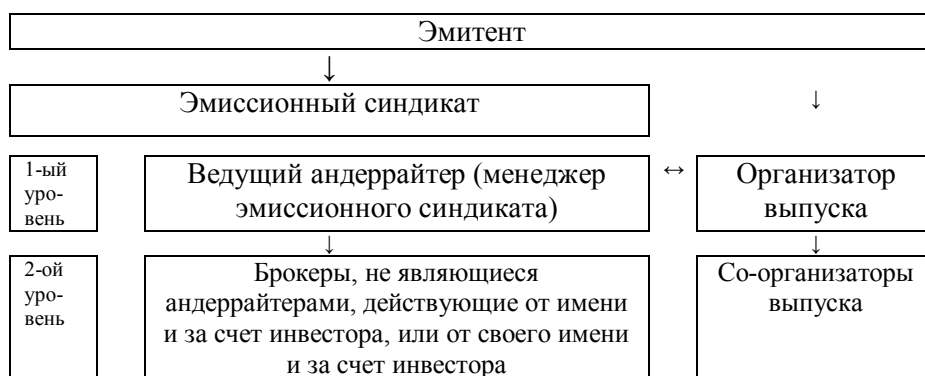
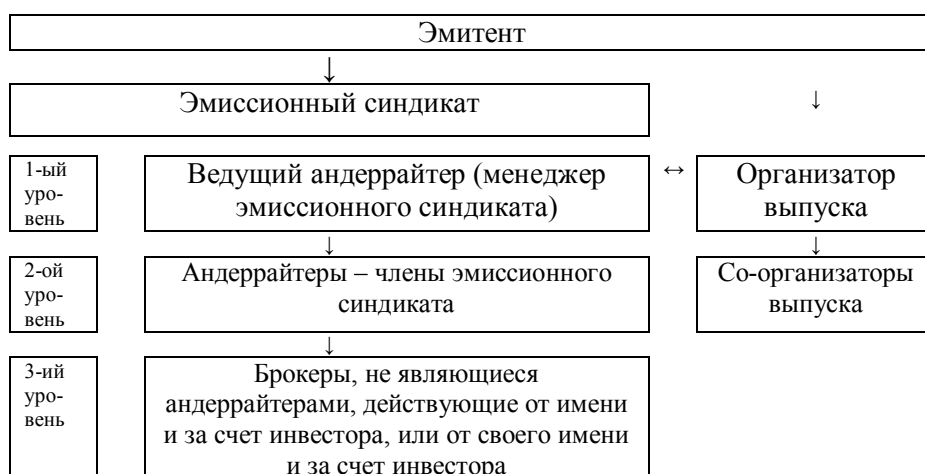


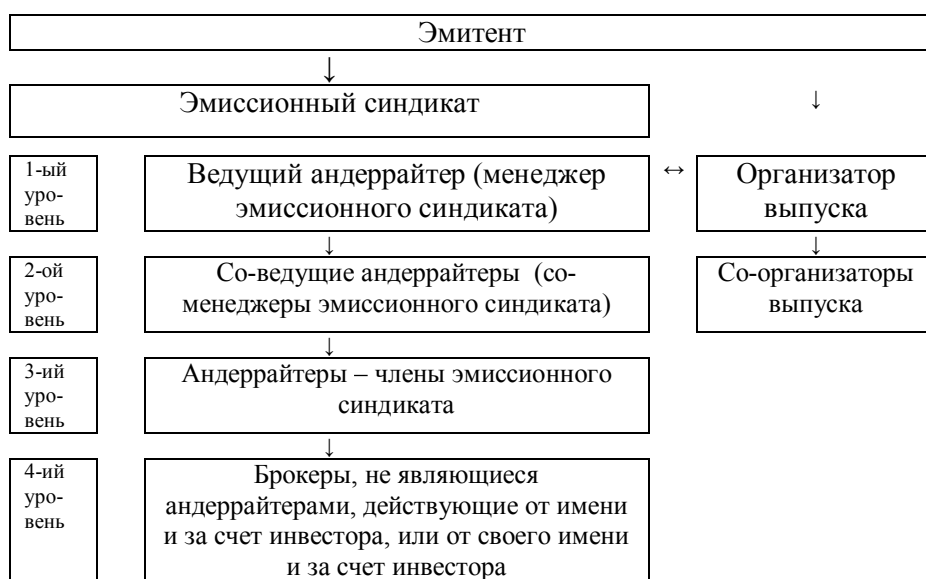
Схема 9

Трёхуровневый эмиссионный синдикат*



⁸¹ Члены эмиссионного синдиката – андеррайтеры (ведущий андеррайтер, со-ведущий андеррайтер, со-андеррайтер) действуют либо от имени эмитента и за его счет, либо от своего имени и за счет эмитента, либо от своего имени и за свой счет.

Члены эмиссионного синдиката – брокеры действуют либо от имени инвестора и за его счет, либо от своего имени и за счет инвестора

Четырехуровневый эмиссионный синдикат*

Модификации схем организации эмиссионных синдикатов. В зависимости от факторов, влияющих на выбор варианта организации эмиссионного синдиката, указанных выше (цели эмитента, выбранная модель облигационного займа, его объем, операционная и финансовая способность инвестиционного банка, являющегося основным партнером эмитента по облигационному займу), могут существовать следующие варианты:

-эмиссионный синдикат может вообще не создаваться; все обязательства, связанные с организацией выпуска облигаций и андеррайтингом осуществляются единственным инвестиционным банком, либо этим банком вместе с другой компанией – организатором выпуска, не принимающей на себя обязательства по андеррайтингу;

-отсутствуют организатор и со-организаторы (либо отсутствуют со-организаторы), все соответствующие функции выполняются непосредственно андеррайтерами, находящимися в структуре эмиссионного синдиката (см. *таблицу 7.1*).

Ценовой механизм работы эмиссионного синдиката

Структура цены. Вознаграждение за участие в размещении ценных бумаг складывается из вознаграждений:

- за андеррайтинг ценных бумаг (вознаграждение по договору комиссии или договору поручения или агентскому договору),
- за оказание услуг по организации выпуска ценных бумаг;
- за оказание услуг финансового консультанта.

Распределение вознаграждения за участие в размещении ценных бумаг между его участниками, в том числе внутри эмиссионного синдиката, осуществляется по договоренности между сторонами в соответствии с величиной принимаемого на себя риска и объемами обязательств сторон в отношении подготовки размещения и размещения выпуска ценных бумаг.

Способ установления цены. Вознаграждение за участие в размещении ценных бумаг, как и отдельные его части, может устанавливаться в абсолютной сумме в денежном выражении, в процентной доле выпуска ценных бумаг (от объема выпуска ценных бумаг в денежном выражении по номинальным или фактически ценам), в комбинированной форме (в процентной доле выпуска ценных бумаг, но не ниже определенной абсолютной суммы) или иным способом.

7.2.4. Андеррайтинговый и синдикационный договора

Договорные отношения между эмитентом и участниками выпуска и размещения корпоративных облигаций

Отношения «эмитент – андеррайтеры». Андеррайтинговый договор - это договор между эмитентом и синдикатом (от лица синдиката выступает его менеджер или группа со-менеджеров) **об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг.** Центральный пункт этого договора - **тип андеррайтинга** (какую ответственность принимает на себя синдикат), **объем и ценовые условия выпуска** ценных бумаг у эмитента, что задает величину платы за андеррайтинг и величину прибыли у членов синдиката.

Договор андеррайтинга – заключенный в письменной форме гражданско-правовой договор между андеррайтером и эмитентом о форме, порядке и условиях осуществления андеррайтинга, о правах и обязанностях сторон по договору в процессе размещения выпуска ценных бумаг. При необходимости договор андеррайтинга может включать права и обязанности ведущего андеррайтера по формированию эмиссионного синдиката и организации взаимодействия участников размещения выпуска ценных бумаг.

Договор андеррайтинга является **договором комиссии** или **договором поручения** или **агентским договором**.

Договор андеррайтинга может заключаться в качестве **смешанного договора** (договора по оказанию услуг по размещению ценных бумаг), включая в себя в качестве неотъемлемой части обязательства андеррайтера по выкупу на свое имя и за свой счет размещаемых ценных бумаг, по выставлению заявок на покупку, а также виды, порядок и условия осуществления услуг по организации выпуска облигаций, права и обязанности сторон, связанные с указанными услугами.

Обязанности по раскрытию информации перед эмитентом. При подготовке размещения ценных бумаг ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката) обязан на постоянной основе раскрывать информацию эмитенту о составе эмиссионного синдиката и об обязательствах, принятых его членами на основе заключения предварительных или иных договоров.

Отношения «эмитент – участники размещения, не являющиеся андеррайтерами». С целью организации взаимодействия с эмитентом со-организатор выпуска ценных бумаг, финансовый консультант и другие участники размещения ценных бумаг, не являющиеся андеррайтерами, заключают договора с эмитентом, содержащие их права и обязанности в отношении размещения выпуска ценных бумаг.

Со-андеррайтер выпуска ценных бумаг и другие участники размещения ценных бумаг, не являющиеся андеррайтерами, могут заключать указанные выше договора с ведущим андеррайтером (менеджером эмиссионного синдиката) в случаях, не противоречащих законодательству, если последний приобрел необходимое для этого право по договору андеррайтинга, заключенному с эмитентом.

Договорные отношения внутри эмиссионного синдиката

Фиксация договоренностей между потенциальными членами эмиссионного синдиката до заключения синдикационного договора. С целью организации эмиссионного синдиката ведущий андеррайтер (менеджер эмиссионного синдиката):

-заключает с членами эмиссионного синдиката предварительные или иные двусторонние или многосторонние (синдикационные) договора, содержащие права и обязательства членов синдиката в отношении размещения выпуска ценных бумаг, включая обязательства по их приобретению на условиях, не противоречащих условиям выпуска ценных бумаг;

-и / или достигает договоренностей, не имеющих юридической силы, по взаимодействию при размещении, фиксируя их в устной и / или письменной форме, в виде протоколов о намерениях, в качестве иных документов.

Отказ в государственной регистрации выпуска ценных бумаг влечет ничтожность предварительного договора, указанного выше.

Предварительный или иной договор устанавливает:

-часть выпуска ценных бумаг, в отношении которой членом синдиката осуществляется андеррайтинг на лучших условиях, либо - если договор предусматривает осуществление андеррайтинга на основе твердых (фиксированных) обязательств - часть выпуска ценных бумаг, приобретаемой членом эмиссионного синдиката при их размещении (в процентной доле выпуска ценных бумаг, в абсолютной сумме в денежном выражении, в процентной доле от количества ценных бумаг, не размещенных в срок, или в ином выражении);

-цену размещения ценных бумаг, при которой возникают обязательства члена синдиката по осуществлению андеррайтинга и исходя из которой он стремится получить поручения от потенциальных инвесторов на приобретение выпуска ценных бумаг при его размещении;

-вознаграждение члена эмиссионного синдиката в соответствии с порядком определения вознаграждения за участие в размещении ценных бумаг, который установлен в пункте 6 настоящего Стандарта;

-иные обязательства по соглашению сторон в отношении порядка размещения выпуска ценных бумаг и организации взаимодействия сторон при размещении.

Иные договоренности. Участники размещения ценных бумаг могут достигать иных договоренностей, в том числе не имеющих юридической силы, по взаимодействию при размещении, фиксировать их в устной и письменной форме.

Заключение синдикационного договора. Синдикационный договор - это договор между членами синдиката об организации и гарантировании первичного размещения ценных бумаг. Центральный пункт этого договора - **доли выпуска**, за которые принимают на себя ответственность отдельные члены синдиката, **дифференциация цен** на ценную бумагу внутри синдиката (оплата менеджества, со-менеджерства, различия в ценовых условиях для привилегированных и непривилегированных членов синдиката, размер комиссионных при отпуске ценных бумаг брокерам - членам группы продажи, ответственность членов синдиката (обычно в пределах выкупаемых долей эмиссии).

7.2.5. Роль организатора / ведущего андеррайтера на различных этапах

размещения и обращения корпоративных облигаций⁸²

Роль организатора / ведущего андеррайтера на предварительном этапе

На практике основной объем работ на этом этапе ложится либо на организатора / ведущего андеррайтера, либо на финансового консультанта в зависимости от того, кто из них – по фактическому распределению обязанностей – является финансовым конструктором эмиссии.

Вместе с тем, даже если конструктором облигационного займа является финансовый консультант, при разработке параметров нового займа и структуры купонов мнение организатора должно иметь весомое значение для эмитента, поскольку при размещении и обращении займа работать с инвестиционным сообществом предстоит организатору / ведущему андеррайтеру. Именно он отслеживает тенденции в процессах, происходящих на рынке, ведет предварительные переговоры с потенциальными андеррайтерами, имеет представление о запросах инвесторов, следит за рыночной конъюнктурой.

Облигационный займ конструируется для привлечения денежных средств. И целью эмитента при этом является привлечение определенного объема средств под возможно меньшую процентную ставку. Видение примерного диапазона процентных ставок, возможной дюрации займа, необходимость оферт и их условия – именно эти моменты должен предсказать и подсказать эмитенту организатор / ведущий андеррайтер займа. Оценка потенциального спроса - премаркетинг проекта есть важнейший элемент в разработке эффективного облигационного займа.

Многое зависит также и от правильного выбора со-андеррайтеров займа. На андеррайтеров возложена функция первичного размещения облигаций на рынке, поэтому успешность размещения займа и важнейшая его характеристика – стоимость привлечения средств – зависит от их состоятельности и активной работы со своими клиентами и партнерами – потенциальными инвесторами займа. Поэтому предложение кандидатур со-андеррайтеров также является важной функцией организатора / ведущего андеррайтера облигационного займа.

Отсюда же проистекает и необходимость совместной работы над инвестиционным меморандумом займа – публикацией, которая должна в доступной для потенциальных инвесторов займа форме раскрыть особенности займа, направления использования средств, рассказать об эмитенте, предоставив достаточно емкую и репрезентативную информацию.

Организатор / ведущий андеррайтер также на предварительном этапе должен подготовить для эмитента предложения по кандидатурам торговых систем (бирж), на которых целесообразно осуществлять первичное размещение облигаций, принимая во внимание возможный объем размещения и дальнейшее вторичное обращение бумаг после регистрации итогов выпуска, а также (если, конечно, имеется такой выбор) оптимальный по условиям работы и тарифам расчетный депозитарий, в особенности если предполагается возможность вторичного внебиржевого обращения облигаций.

Роль организатора / ведущего андеррайтера на этапе подготовки к первичному размещению

На этапе, непосредственно предшествующем первичному размещению облигаций, роль организатора / ведущего андеррайтера становится ключевой. Финансовый консультант свою задачу выполнил – Проспект облигаций и Решение о

⁸² Материал для подготовки текста пункта 7.2.5 представлен ЗАО «Северо-Западный Телекомбанк»

выпуске зарегистрированы государством, бумагам присвоен номер государственной регистрации.

Теперь организатор / ведущий андеррайтер должен осуществить необходимую подготовку собственно размещения займа. На данном этапе важнейшими направлениями его деятельности являются работа с со-андеррайтерами и потенциальными инвесторами, а также технологический аспект – регламент размещения облигаций на бирже. И, как и ранее, задачей организатора / ведущего андеррайтера является обеспечение бесперебойного документооборота – доставка всех документов в срок, в случае необходимости – внесение необходимых корректив.

При этом вопросы привлечения инвесторов являются первоочередными. Мало инвесторов – дорогие деньги. Таков закон рынка.

Информирование целевой аудитории займа – один из путей решения задачи размещения. Здесь значительная роль отводится работе со средствами массовой информации, с целевой аудиторией, с изданиями, распространяемыми посредством Интернета.

Правильно организовать и провести презентацию, обеспечить приглашение и явку значимых гостей, организация мероприятий (роад-шоу) в важнейших центрах фондовой торговли - также функция организатора / ведущего андеррайтера. Квалифицированная кампания по продвижению нового фондового инструмента, объяснение его привлекательности для инвесторов, анализ эмитента и его особенностей – все это должно быть подано в правильных пропорциях, и форма подачи материала должна соответствовать уровню аудитории.

Опыт показывает, что не рекомендуется чрезмерная экономия на качестве проведения презентации (роад-шоу) с тем, чтобы поддержать позитивное впечатление об эмитенте.

Состав официальной части презентации должен, по сложившейся традиции, включать рассказ об эмитенте и его достижениях. Затем следует выступление о структуре и параметрах займа. И, наконец, выступление о технологии размещения и дальнейших перспективах (вторичное обращение, исполнение оферт). Сами выступления распределяются между представителями эмитента, организатором, андеррайтерами, другими заинтересованными лицами.

Роль организатора / ведущего андеррайтера на этапе первичного размещения

Этап первичного размещения (как правило, это аукцион (конкурс) – важнейший этап жизненного цикла облигационного займа. Его проведение на высоком уровне – одна из ключевых задач организатора / ведущего андеррайтера. Он обязан в день аукциона обеспечить передачу информации и документов между всеми участниками процесса четко и в срок, контролируя при этом их доставку и правильное понимание. Особое внимание должно уделяться связи андеррайтеров, биржи и эмитента. При необходимости организатор / ведущий андеррайтер должен быть готов к наступлению операционных рисков - неблагоприятным вариантам развития (сбои в работе электроники, транспортные пробки и т.п.) и иметь запас времени и достаточное количество задействованного персонала в день первичного размещения.

Взаимодействие с уполномоченными представителями эмитента по передаче информации о сборе заявок, их ранжирование, обеспечение доведения решения эмитента о цене отсечения или ставке купона, определенной в ходе аукциона (конкурса), являются ключевым моментом при определении его результатов.

Четкое взаимодействие с биржей и депозитарием при первичном размещении - залог успешного исполнения технологического цикла перевода облигаций на счета их первых владельцев.

Роль организатора / ведущего андеррайтера на этапе вторичного обращения

Если проспект облигаций предусматривает вторичное биржевое их обращение, организатор / ведущий андеррайтер, как правило, является также заявителем на допуск указанных облигаций к вторичным торгам на бирже. Здесь роль организатора / ведущего андеррайтера – формирование и контроль за доставкой необходимых документов между сторонами, исключение возможных проволочек и недоразумений.

Организатор несет также обязанность на периодической основе доводить до сведения инвестиционного сообщества информацию о деятельности эмитента, предоставлять общественности его отчетность, пресс-релизы и т.п.

Если организатор / ведущий андеррайтер является также маркет-мейкером (биржевым специалистом по терминологии Санкт-Петербургской валютной биржи) по данной ценной бумаге, в его функции входит также поддержание двусторонних котировок в торговой системе биржи на определенных условиях, в соответствии с правилами соответствующей биржи. Поддержание таким образом ликвидности облигаций способствует повышению инвестиционной привлекательности ценных бумаг эмитента и улучшает их оценку в качестве объекта инвестирования.

Организатор может способствовать получению эмитентом отечественных и международных кредитных рейтингов, что, в свою очередь, оказывает позитивное влияние на формирование благоприятного кредитного профиля эмитента.

Роль организатора / ведущего андеррайтера как платежного агента

Организатор / ведущий андеррайтер по облигационному займу может закрепить за собой функцию платежного агента по займу. Соответственно, являясь платежным агентом по займу, он должен обеспечить четкую выплату купонного дохода, амортизационных сумм, погашение основного долга по облигациям в объемах и сроки, точно соответствующие обязательствам, принятым на себя эмитентом.

В этом случае основная роль отводится взаимодействию с расчетным депозитарием, формирующим список держателей облигаций на дату выплаты, с эмитентом, обязанным предоставить в полном объеме денежные средства для осуществления выплат по облигациям. Роль платежного агента состоит в своевременной обработке списков, получении необходимых корректировок в случае присутствия в списках неточной либо неполной информации, осуществлении распределения средств между держателями в соответствии с поручением эмитента и перечислении денег точно в срок держателям облигаций.

Опыт показывает, что оперативность и четкость является и здесь необходимым условием работы организатора / ведущего андеррайтера; от его действий зависит репутация эмитента как заемщика, а интервал между фактическим получением полного списка держателей и моментом выплат очень мал.

Нередко от платежного агента требуется предоставления краткосрочного финансирования эмитенту для единовременной выплаты по облигациям, если для эмитента необходимы несколько дней для концентрации необходимой суммы. Это кредитная операция, которая проще всего осуществляется, если организатором займа / ведущим андеррайтером является кредитная организация.

Роль организатора / ведущего андеррайтера при исполнении оферты

Если условия выпуска допускают выкуп облигаций по оферте, организатор может быть назначен эмитентом агентом по исполнению оферты. С этой целью

проводится сверка списка офертантов и заключение именно с этими лицами сделок покупки облигаций на дату исполнения оферты. Основной акцент делается на четкость взаимодействия с эмитентом, предоставляющим средства для исполнения оферты, и биржей, обеспечивающей технологическую возможность исполнения адресных сделок. Четкость работы механизма оферт позитивно влияет на ликвидность облигаций займа и, как следствие, на инвестиционную привлекательность эмитента.

7.3. Взаимодействие с фондовой биржей и инфраструктурой рынка ценных бумаг в процессе первичного размещения облигаций⁸³

Предыстория современной организации рынка корпоративных облигаций

Крупнейшие компании России ГАЗПРОМ и НК ЛУКОЙЛ, решая в 1998-1999 гг. вопросы заимствования денежных средств на внутреннем рынке, впервые в практике российского фондового рынка в первой половине 1999 г. провели биржевое размещение своих облигаций.

В ходе подготовки этих выпусков эмитентами и их консультантами, биржей (ММВБ) и ее расчетным депозитарием – Национальным депозитарным центром (НДЦ) за основу был взят сложившийся в России опыт размещения государственных ценных бумаг (ГКО, ОФЗ), выпускаемых в документарной форме с обязательным хранением сертификата, оформленного на весь объем выпуска (глобальный сертификат), в депозитарии, заключившем с эмитентом (Минфином России) договор эмиссионного счета депо. Таковым являлся НДЦ, который для эмитента на основании заключенного договора эмиссионного счета был уполномоченным депозитарием, а для ММВБ – расчетным депозитарием на основании соответствующего договора с ней.

Совмещение в лице одной организации функций уполномоченного депозитария (хранителя глобального сертификата) и расчетного депозитария позволяет использовать простые и эффективные биржевые технологии размещения ценных бумаг. Депозитарий открывает эмитенту эмиссионный счет депо, на котором формируются отдельные торговые разделы для одного или каждого из группы андеррайтеров. На основе данных об остатках облигаций на указанных разделах формируются торговые позиции участников торгов в торговой системе. По итогам торгов на основе сводного поручения депо, полученного от клиринговой организации, расчетный депозитарий переводит соответствующее количество облигаций на торговые разделы счетов депо приобретателей облигаций. Все это осуществляется в рамках единой системы электронного документооборота биржи и расчетного депозитария.

Использование другой формы выпуска, а именно – бездокументарной именной ведет к появлению в учетной цепочке ещё одного звена – регистратора. В этом случае в реестре владельцев именных ценных бумаг эмитента депозитарий открывает счет номинального держателя, на который после размещения именных облигаций регистратор по поручению владельцев облигаций зачисляет облигации в количестве, указанном в передаточном поручении, поданном регистратору владельцем облигаций. Владелец именных облигаций должен быть депонентом расчетного депозитария или клиентом депонента расчетного депозитария. За прошедшие годы в России практически не было биржевого размещения корпоративных именных облигаций, в

⁸³ Материалы настоящего пункта предоставлены Национальным депозитарным центром (НДЦ)

частности, НДЦ обеспечивает депозитарное обслуживание именных облигаций только при их вторичном обращении.

Преимущества выпуска корпоративных облигаций в документарной форме на предъявителя с обязательным централизованным хранением глобального сертификата были быстро восприняты практически всеми участниками рынка. И почти за пять лет за период с первых биржевых размещений в мае 1999 г. по 31 марта 2004 г. почти 200 компаний осуществили выпуск корпоративных облигаций в указанной форме с размещением на бирже или при внебиржевом размещении с последующим выводом для вторичных торгов на бирже. В 1999 – 2001 гг. они размещались только на одной торговой площадке – ММВБ, а с 2002 г. отдельные выпуски корпоративных облигаций размещались на Санкт-Петербургской валютной бирже (СПВБ) и в Российской торговой системе (РТС), а в 2003 г. первые два выпуска корпоративных облигаций были размещены и на Сибирской межбанковской валютной бирже (СМВБ). Подавляющее количество биржевых размещений корпоративных облигаций прошло в этот период на ММВБ – объем (по номинальной стоимости) размещенных на бирже корпоративных облигаций составляет примерно 99% от объема всех выпущенных в России корпоративных облигаций.

Подготовка к размещению корпоративных облигаций

При подготовке эмиссии корпоративных облигаций можно выделить следующие основные этапы взаимодействия эмитента и его консультантов с уполномоченным депозитарием, одновременно являющимся и расчетным депозитарием торговой площадки, на которой эмитент предполагает провести их размещение:

- Первоначальным этапом является принятие эмитентом решения о выпуске облигаций, после чего эмитент совместно с финансовым консультантом⁸⁴ и андеррайтером⁸⁵ начинает подготовку к регистрации условий выпуска облигаций (проспект ценных бумаг, решение о выпуске). Этап подготовки условий выпуска облигаций является одним из самых важных. В соответствии с зарегистрированными условиями выпуска и будет проходить размещение и обращение облигаций на бирже, а так же обслуживание облигационного займа в Уполномоченном депозитарии, осуществляющем обязательное централизованное хранение глобального сертификата выпуска ценных бумаг. Подготовленные документы к регистрации выпуска облигаций в обязательном порядке согласуются эмитентом с Уполномоченным депозитарием, осуществляющим обязательное централизованное хранение глобального сертификата выпуска ценных бумаг, по вопросам депозитарного обслуживания при размещении, выплате купонного дохода, выкупе, досрочном погашении и погашении облигаций выпуска, а также при неисполнении эмитентом обязательств. Также согласуются и вопросы выплаты дохода по облигациям в случае, если одновременно Уполномоченный депозитарий будет и Платежным агентом эмитента по планируемому выпуску облигаций.
- После окончания согласования с депозитарием условий выпуска облигаций, эмитент заключает с Уполномоченным депозитарием договор обязательного

⁸⁴ Финансовый консультант на рынке ценных бумаг - юридическое лицо, имеющее лицензию на осуществление брокерской и/или дилерской деятельности на рынке ценных бумаг, оказывающее эмитенту услуги по подготовке проспекта ценных бумаг

⁸⁵ Андеррайтер – в контексте рассматриваемого профессиональный участник рынка ценных бумаг, Член Секции биржи, осуществляющий по договору с Эмитентом размещение выпуска корпоративных облигаций от своего имени, по поручению и за счет Эмитента

централизованного хранения сертификата выпуска облигаций. Для государственной регистрации выпуска ценных бумаг в регистрирующий орган представляется копия договора, заключенного между эмитентом и депозитарием осуществляющим обязательное централизованное хранение глобального сертификата выпуска ценных бумаг.

- При обслуживании облигационного займа Уполномоченный депозитарий предоставляет эмитенту услуги по хранению глобального сертификата и учету прав на облигации путем открытия и ведения эмиссионного счета депо, предназначенного для учета прав на облигации при их размещении, обращении, выкупе и погашении. Эмиссионный счет депо открывается в Уполномоченном депозитарии после подписания эмитентом с депозитарием договора эмиссионного счета депо. Договор подписывается после государственной регистрации выпуска облигаций перед началом их размещения (как правило, не позже чем за 10 дней до начала размещения). После подписания договора эмиссионного счета депо в соответствии с Регламентом к договору эмитент до начала размещения облигаций предоставляет в Уполномоченный депозитарий:
 - комплект документов для открытия эмиссионного счета депо (нотариально заверенные копии Устава, банковской карточки; доверенности и т.д.);
 - депонирует сертификат, оформленный на весь объем выпуска облигаций с обязательным централизованным хранением;
 - оригиналы решения о выпуске облигаций, проспекта эмиссии, уведомления регистрирующего органа о регистрации выпуска.
 - заявку на присвоение выпуску облигаций кода ISIN;
 - календарную анкету выпуска облигаций (даты купонных выплат и погашения, дат фиксации списков депонентов/владельцев облигаций для выплат купонов и погашения).

Передаваемый эмитентом до даты начала размещения в Уполномоченный депозитарий глобальный сертификат должен быть оформлен в соответствии с требованием Закона "О рынке ценных бумаг" (статья 18).

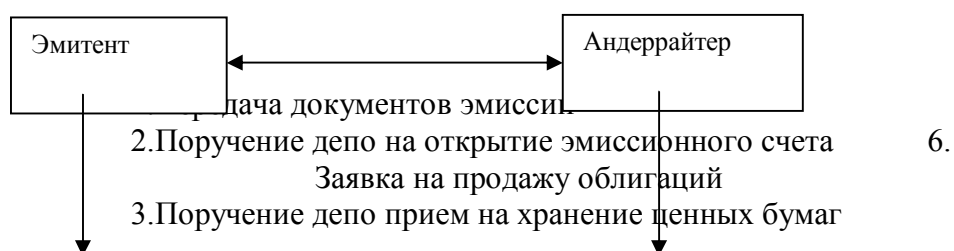
Технология размещения документарных корпоративных облигаций с обязательным централизованным хранением

Существует несколько способов размещения облигаций с обязательным централизованным хранением. Размещение можно проводить как через торговую систему, так и вне торговой системы.

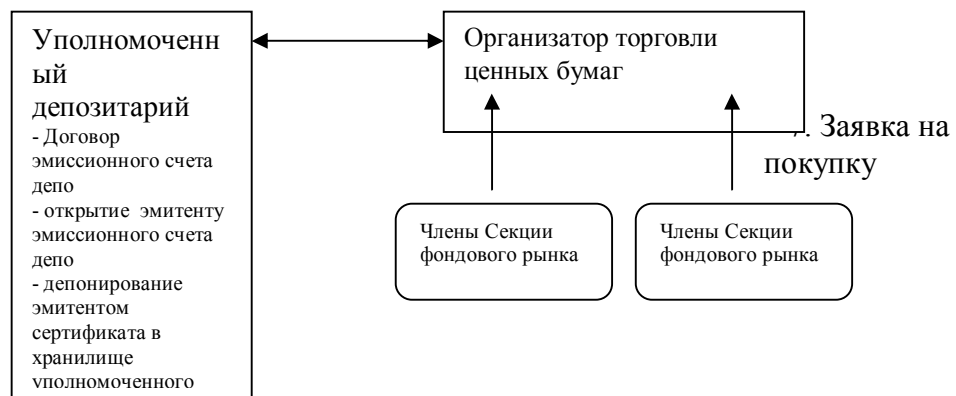
В силу целого ряда причин большинство эмитентов и их инвестиционных консультантов планируют проводить размещение на «торговой площадке» той или иной фондовой биржи или организатора торговли на рынке ценных бумаг.

Рассмотрим на схемах возможные варианты размещения облигаций:

Схема размещения облигаций через торговую систему



5. Депонирование сертификата.

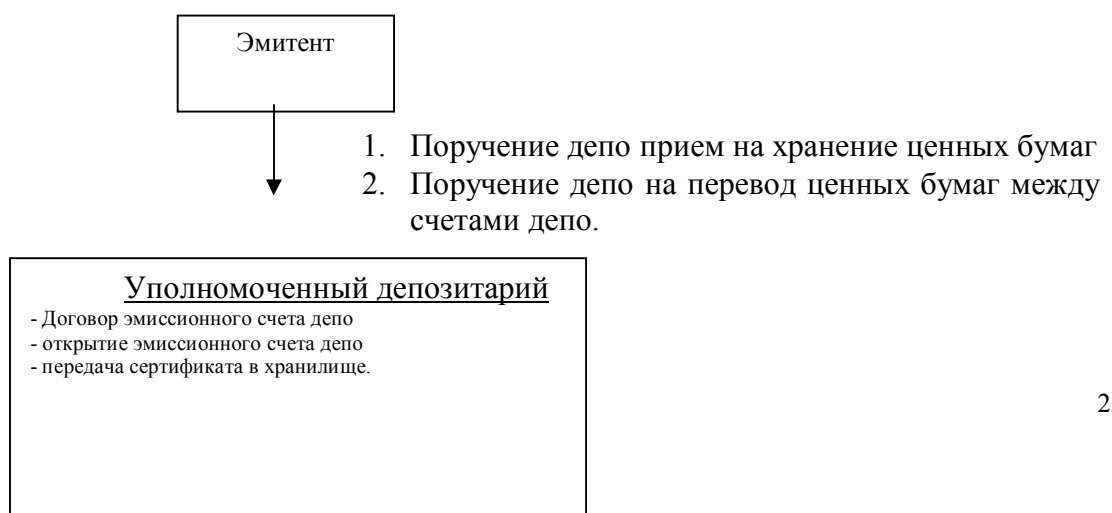


Большинство эмитентов и их инвестиционных консультантов планируют проводить размещение на «торговой площадке» той или иной фондовой биржи или организатора торговли на рынке ценных бумаг в силу целого ряда причин:

- использование отработанных и утвержденных регулируемыми органами публичных и стандартных процедур размещения ценных бумаг эмитентом и андеррайтером;
- использование биржевых информационных каналов для информирования потенциальных инвесторов о ценных бумагах и их эмитенте;
- использование биржевой инфраструктуры, обеспечивающей процесс размещения, так и надежные и быстрые расчеты по его результатам;
- широкая география размещения облигаций среди инвесторов за счет участия в процессе брокерских и инвестиционных компаний различных регионов, работающих на бирже;
- возможность быстрого получения денежных средств в случае успешного хода размещения;
- улучшение имиджа эмитента;
- формирование вторичного биржевого рынка ценных бумаг, способствующего росту капитализации и снижению стоимости заимствований.

Схема размещения вне торговой системы

Схема размещения вне торговой системы интересна для эмитентов, планирующих размещать облигации по закрытой подписке, когда круг потенциальных облигационеров определен заранее условиями эмиссии. В дату размещения эмитент подает поручение депо на перевод облигаций на счета приобретателей. В конце операционного дня каждая сторона по сделке получает отчет о проведенной операции.



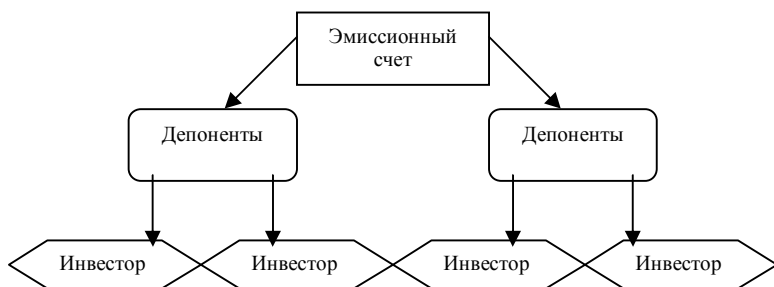


Схема размещения вне торговой системы с контролем по денежным средствам

Приведенная ниже схема внебиржевого размещения с контролем по денежным средствам ограждает эмитента от недобросовестных приобретателей и исключает такие риски как неоплата полученных при размещении облигаций, которые возникают при размещении вне торговой системы по схеме на условиях «свободной поставки», приведенной выше.



На заключительном этапе после размещения облигаций Эмитент должен подготовить и направить на регистрацию в регистрирующий орган отчет об итогах выпуска Облигаций. После регистрации Отчета Эмитент передает его уполномоченному депозитарию.

Как отмечалось выше, Решением о выпуске может быть предусмотрено, что Уполномоченный депозитарий будет также и Платежным агентом эмитента по выпуску облигаций. В случае назначения Уполномоченного депозитария платежным агентом эмитент заключает с депозитарием соответствующий договор.

Исполнение уполномоченным депозитарием функций платежного агента позволяет:

- увеличить действительный срок обращения облигаций, что достигается за счет сокращения временных затрат на формирование и передачу списка получателей платежей по облигациям, что позволяет максимально приблизить реальный срок обращения облигаций к номинальному и осуществлять выплаты в режиме, близком к on-line;
- понизить операционные риски, т.к. депозитарий является первоисточником информации о получателях платежей по облигациям. Передача и обработка такой информации эмитентом или третьим лицом (платежным агентом) может повлечь за собой искажение данных о получателях платежей, что исключено в случае, если платежным агентом является уполномоченный депозитарий.

Схема размещения корпоративных облигаций на бирже: взгляд андеррайтера⁸⁶

Допуск корпоративных облигаций к размещению. К размещению на бирже (на примере ММВБ) могут быть допущены любые виды ценных бумаг, выпущенные российскими и иностранными эмитентами, если регистрация их выпуска осуществлена в соответствии с законодательством РФ, нормативными актами финансовых регуляторов и иными правовыми актами РФ.

Эмитент либо ведущий андеррайтер направляет на биржу заявление о допуске к размещению на бирже, установленного образца. В течение 10 дней со дня получения заявления о допуске к размещению биржа готовит заключение по ценной бумаге. Решение о допуске ценной бумаги принимается дирекцией биржи.

В течение 3-х рабочих дней с даты принятия дирекцией биржи решения о допуске ценной бумаги к размещению на бирже, эмитенту либо ведущему андеррайтеру направляют официальное уведомление биржи о принятом решении.

В случае принятия дирекцией биржи решения об отказе в допуске ценной бумаги к размещению на бирже, последняя в течение 3-х рабочих дней с даты принятия решения направляет эмитенту или агенту официальное уведомление с сообщением причины отказа.

В случае принятия решения о допуске ценной бумаги к размещению Заявитель (ведущий андеррайтер или эмитент) до даты начала размещения заключают с биржей Договор о допуске ценной бумаги к размещению на бирже, определяющий условия размещения, в том числе размер вознаграждения биржи за допуск ценной бумаги к размещению.

Для хранения сертификатов, а также для учета прав на ценные бумаги эмитенту необходимо заключить Договор с депозитарием (НДЦ). Эмитент должен заключить Договор эмиссионного счета депо и Договор об обеспечении обязательного централизованного хранения сертификатов выпусков ценных бумаг.

Формы первичного размещения через ММВБ. Первичное размещение на ММВБ может проводиться в форме *аукциона* или *в режиме переговорных сделок*

⁸⁶ Материал представлен ОАО АКБ «Ингосстрах-Союз»

(РПС). Возможен также **смешанный вариант** – вначале проводится аукцион по определению цены размещения, а затем заключаются сделки в режиме переговорных сделок по определенной на аукционе цене.

Проведение аукциона для первичного размещения корпоративных облигаций.

При проведении аукциона по определению цены размещения участники – члены секции фондового рынка ММВБ заранее резервируют денежные средства в Расчетной палате ММВБ.

В день проведения аукциона участники – члены секции фондового рынка ММВБ подают со своих удаленных рабочих мест или мест в торговом зале электронные заявки на покупку за свой счет или за счет своих клиентов. Заявка контролируется системой торгов на достаточность обеспечения. В заявке указывается количество облигаций и цена, по которой покупатель готов приобрести данные облигации. По окончании периода сбора заявок система торгов генерирует реестр заявок, который передается эмитенту. Последний определяет цену размещения. В период удовлетворения заявок ведущий андеррайтер вводит заявку на продажу по цене размещения, размер которой не может превосходить объем облигаций на эмиссионном счете эмитента в уполномоченном депозитарии.

В соответствии с установленной нормативными документами ММВБ процедурой сделки заключаются по цене не ниже цены размещения. Заявки с меньшими ценами не удовлетворяются.

После завершения торгового дня информация о результатах аукциона поступает в Расчетную палату ММВБ и НДЦ и после окончательного сигнала от биржи на разблокировку счетов денежные средства поступают на счет ведущего андеррайтера (в интересах эмитента), а ценные бумаги на счета депо покупателей. Такой вариант размещения еще называют “биржевым”.

Проведение конкурса. При проведении конкурса по определению процентной ставки по первому купону, члены секции фондовой биржи ММВБ в первый день проведения конкурса подают заявки на конкурс через торговую систему ММВБ как за свой счет, так за счет и по поручению клиентов. В заявках, направляемых ведущему андеррайтеру, указывается величина процентной ставки по первому купону, при которой инвестор готов купить количество облигаций, указанных в заявке по цене 100% от номинала.

Размещение с использованием режима переговорных сделок. При размещении облигаций по заранее определенной цене удобно использовать режим переговорных сделок (РПС), который начал действовать на ММВБ с февраля 1999 года на базе существующей торговой системы ММВБ и обладает следующими привлекательными для эмитента чертами:

- участникам предоставляется возможность выбора стандартных условий исполнения сделки (сроки расчетов, гарантии исполнения сделки и т.д.);
- предусмотрена административная и финансовая ответственность за нарушение правил заключения и исполнения сделок;
- гибкая шкала сроков расчетов;
- возможность выбора режима обеспечения расчетов: на условиях “поставка против платежа с гарантией ММВБ”, либо на условиях “поставка против платежа” без гарантий ММВБ.

При использовании режима переговорных сделок ведущий андеррайтер вводит в систему торгов безадресную заявку на продажу с указанием цены размещения, заранее определенную Эмитентом, доступную всем членам секции фондового рынка. Покупатели направляют андеррайтеру адресные заявки на покупку. Получив адресную

заявку, ведущий андеррайтер имеет право – заключить сделку, отклонить заявку либо послать встречную заявку с другими условиями, например, другой ценой или количеством.

Кредитная поддержка эмитента в период размещения корпоративных облигаций. Процедура размещения облигаций неизбежно занимает определенное время, т.е. между принятием решения о выпуске облигаций и поступлением денег на счет предприятия есть временной интервал. В некоторых случаях заемщик заинтересован в том, чтобы получить деньги быстрее. Для этого он может обратиться в банк с просьбой предоставления кредита на период размещения облигаций, который погашается за счет средств от размещения облигаций.

Глава 8. Инструменты анализа облигаций

8.1. Облигационные индексы

8.1.1. Методы расчета облигационных индексов

Основными индикаторами, используемыми при работе на рынке долговых инструментов, являются *доходность к погашению* и показатель *дюрации*. Вместе с тем достаточно распространены и *индексы облигаций*.

Цели создания индексов облигаций практически не отличаются от задач, для которых разрабатываются индексы акций. Однако, особенности рынка облигаций (отсутствие ярко выраженной динамики курсовой стоимости, меньшая волатильность, более консервативные инвесторы, действующие на рынке) определяют не столь широкое распространение этих индексов. Главная же причина ограниченного интереса к индексам облигаций состоит в том, что потребности инвесторов в многом удовлетворены за счет использования показателей доходности (доходность к погашению, текущая доходность). Определенную роль играют в этом и трудности конструирования индекса, поскольку в таком индексе необходимо учесть различный размер купонных выплат и различные сроки до погашения по разным облигациям.

Виды индексов облигаций

По сфере применения и финансовым активам, лежащим в основе индекса. Среди индексов облигаций различают *национальные и международные индексы* (аналогично индексам акций).

Кроме того, индексы строятся отдельно для *государственных, муниципальных и корпоративных облигаций*.

По объекту измерения. Классификация индексов облигаций по экономическим объектам, динамику которых они фиксируют:

-***ценовые индексы*** (price index), отражающие изменение курсовой стоимости облигаций;

-***индексы полной доходности*** (total return index), расчет которых учитывает изменение курсовой стоимости и выплату купонных доходов;

-***индексы, отражающие динамику показателя доходности за период***, т.е. под индексом в данном случае понимается сформированный по определенному алгоритму агрегированный показатель доходности, рассчитанной от некоторой зафиксированной даты за оговоренный период. Данный вид индексов является характерным только для облигаций.

Классификация по статистическим методам, используемым для конструирования индексов облигаций.

Ценовые индексы и индексы полной доходности облигаций рассчитываются:

-на базе ***средних величин***. Для этого применяются различные типы средних величин (средняя арифметическая из абсолютных цен, средняя арифметической из относительных цен, средняя геометрическая из относительных цен). Этот подход используется достаточно редко, при этом, как правило, рассчитываются средние арифметические;

-с помощью **индексного метода**. В его рамках используются те же концепции, что и в расчетах индексов акций.

Формируемые при этом агрегатные индексы могут определяться на базе подходов Ласпейреса, Пааше и Фишера. Агрегатные индексы основаны на способе взвешенной капитализации, при котором цены акций или облигаций взвешиваются по объему их присутствия на рынке. Общим принципом является то, что значение индекса на определенную дату принимается в качестве его базового уровня (100, 1000 и т.д.). В последующем динамика индексов оценивается по отношению к базовому уровню.

Формула Ласпейреса предполагает исчисление фондовых индексов следующим образом:

$$I_{Ln} = \frac{\sum P_{ni}Q_{oi}}{\sum P_{oi}Q_{oi}} \times I_{Lo},$$

- где
- I_{Ln} - Индекс Ласпейреса текущего периода;
 - I_{Lo} - Индекс Ласпейреса базового периода;
 - P_{ni} - Цена облигации i -го вида в текущий момент времени;
 - P_{oi} - Цена облигации i -го вида в базовом периоде;
 - Q_{oi} - Количество облигаций i -го вида, находящихся в обращении в базовом периоде;
 - $P_{ni}Q_{oi}$ - Рыночная стоимость облигаций i -го вида, рассчитанная на основе текущей цены и количества облигаций, находящихся в обращении в базовом периоде;
 - $P_{oi}Q_{oi}$ - Показатель рыночной стоимости по цене базового периода.

Формула Пааше предполагает расчет фондового индекса следующего вида:

$$I_{Pn} = \frac{\sum P_{ni}Q_{ni}}{\sum P_{oi}Q_{ni}} \times I_{Po},$$

- где
- I_{Ln} - Индекс Пааше текущего периода;
 - I_{Lo} - Индекс Пааше базового периода;
 - P_{ni} - Цена облигации i -го вида в текущий момент времени;
 - P_{oi} - Цена облигации i -го вида в базовом периоде;
 - Q_{oi} - Количество облигаций i -го вида, находящихся в обращении в базовом периоде;
 - $P_{ni}Q_{oi}$ - Рыночная стоимость облигаций i -го вида, рассчитанная на основе текущей цены и количества акций, находящихся в обращении в базовом периоде;
 - $P_{oi}Q_{oi}$ - Показатель рыночной стоимости по цене базового периода.

Обратим внимание на то, что формулу Ласпейреса возможно представить в несколько ином виде:

$$I = \frac{\sum P_{in} Q_{i0}}{\sum P_{i0} Q_{i0}} = \frac{\sum P_{in} Q_{i0} \left(\frac{P_{i0}}{P_{i0}} \right)}{\sum P_{i0} Q_{i0}} = \frac{\sum P_{i0} Q_{i0} \left(\frac{P_{in}}{P_{i0}} \right)}{\sum P_{i0} Q_{i0}}$$

Иначе говоря, относительные изменения в цене облигации взвешиваются по рыночной стоимости всего объема эмиссии по данной облигации в базисном периоде и соотносятся с рыночной стоимостью всех облигаций в базисном периоде, участвующих в расчете индекса.

В силу статистических особенностей при прочих равных (одни и те же исходные данные) индекс, рассчитываемый на основе формулы Пааше, выше по уровню (имеет бóльшую величину), чем индекс, рассчитываемый с помощью формулы Ласпейреса.

При построении *третьего типа* индексов облигаций (*индексов, отражающих динамику показателя доходности за период*) рассчитанные показатели доходности по каждой облигации, выраженные фактическим значением процента, агрегируются. При этом в качестве весов может выступать рыночная стоимость выпуска или срок до погашения, затем соответствующее полученное значение умножается на первоначальное значение индекса.

8.1.2. Международная практика расчета индексов по корпоративным облигациям

Фондовые индексы облигаций, рассчитываемые по национальным рынкам, поддерживаются, как правило, либо крупнейшими инвестиционными банками, такими как JP Morgan, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Salomon Brothers, Morgan Stanley либо крупнейшими аналитическими агентствами, такими как Dow Jones Corp, либо рядом бирж (Deutsche Borse AG. Среди национальных индексов облигаций развитых рынков относительно широкое распространение получили следующие индексы.

Индексы облигаций США

До середины 90-х гг. на американском рынке облигаций рассчитывался известный индекс облигаций *Dow Jones Bond Index*. Указанный индекс формировался на базе невзвешенной арифметической средней цен по 20 корпоративным облигациям, представленным на фондовом рынке США.

С начала 1997 г. рассчитывается *Dow Jones Corporate Bond Index* (под единым названием скрывается семейство индексов корпоративных облигаций американских ведущих компаний).

Особенностью алгоритма расчета всех индексов, входящих в указанное семейство, является то, что указанные индексы измеряют динамику доходности, а не цены финансового актива.

При этом анализируется не только динамика доходности, но и уровень риска облигаций, поскольку семейство индексов рассчитывается на базе четырех групп корпоративных облигаций с условными сроками 2 года (входят облигации со сроками менее 1,5-3,49 года), 5 лет (3,50-7,49 года), 10 лет (7,50-17,49), 30 лет (17,5 и выше). Следовательно, возможно построение кривых доходности, являющихся одним из инструментов анализа уровня риска облигаций. При расчете каждая временная группа включает по 8 облигаций из трех секторов экономики: промышленного, коммунального и телекоммуникационного, финансового. В расчете семейства индексов участвуют 96 корпоративных облигаций, рассчитывается 20 подиндексов: по каждому сектору и

временному отрезку (участвуют 8 облигаций, доходность каждой берется с весом $1/8$), в целом по временному отрезку (участвуют 24 облигации, доходность каждой облигации берется с весом $1/24$), по сектору (участвуют 32 облигации, вес каждой $1/32$), в целом по всем секторам и временным отрезкам (соответственно, вес каждой облигации $1/96$).

Индекс рассчитывается на базе следующего соотношения

$$I = I_0(1 + D/100), \text{ где}$$

$I_0 = 100$ (начальное значение индекса, принятое на 31 декабря 1996),

D - доходность за торговый день (по ценам закрытия).

The Goldman Sachs US \$ Investment Grade Index - индекс американских корпоративных облигаций. Рассчитывается как ценовой индекс, где изменения цен облигаций взвешиваются по рыночной стоимости облигаций, присутствующих на рынке.

The Goldman Sachs Invest Top Index включает в расчет 100 американских облигаций, которые делятся на три группы, выделяемых по критерию “срок до погашения”, в т.ч. 5-летние облигации (к ним условно относят бумаги со сроками до погашения от 3 до 7 лет), 10-летние (от 7 до 15 лет), 30-летние (от 15 лет и выше).

Индексы считаются по каждой из указанных трех групп облигаций и в целом по их совокупности. Все облигации при расчете данного индекса берутся с равными весами (в отличие от предыдущего индекса).

Индексы облигаций Великобритании

Одним из самых известных индексов облигаций в **Великобритании** является индекс **FT- Actuaries British Government Securities Index**. Как следует из названия, это индекс облигаций, эмитируемых правительством, его широкая известность определяется прежде всего тем, что он является качественным индикатором одного из самых развитых долговых рынков.

Индекс определяется на базе цены облигации, включающей сумму накопленного дохода, является ценовым капитализационно-взвешенным индексом. Рассчитывается по всем долговым бумагам, выпущенным правительством. Определяются 4 подиндекса по обязательствам с различными сроками до погашения (до 5 лет, 5-15 лет, свыше 15 лет и бессрочные бумаги). В дополнение к данному индексу и в увязке с ним рассчитываются средние показатели доходности для трех типов сроков до погашения и трех типов купонов: с низкой, средней и высокой купонной доходностью.

Практика Германия

Динамику облигационного рынка в Германии отражают индексы **REX** и **REXP**.

Индекс **REX** - ценовой индекс, в расчет которого входят 30 так называемых синтетических (особым образом сконструированных) облигаций, которые призваны отражать немецкий рынок долговых ценных бумаг в целом. Они формируются для 10 типов сроков до погашения (от 1 до 10 лет) и трех типов купонов: с низкой, средней и высокой купонной доходностью. Для каждой из 30 синтетических облигаций по специальным процедурам рассчитывается ее цена и вес. Индекс рассчитывается следующим образом:

$$REX = K_t * \sum_{j=1}^{10} \sum_{k=1}^3 P_{jk} \cdot Q_{jk}$$

P_{jk} - цена облигации со сроком до погашения равным j и купоном $k\%$;
 Q_{jk} - вес облигации со сроком до погашения равным j и купоном $k\%$;
 K_t - фактор, вводимый при изменении состава индекса.

Цена синтетической облигации рассчитывается по определенному алгоритму, предполагающему предварительное построение кривой доходности на базе расчетов соответствующих показателей доходности к погашению для различных сроков до погашения. При этом основой для расчетов доходностей к погашению служат цены закрытия по облигациям.

Облигационные индексы Японии

В *Японии* одним из самых известных является семейство индексов *Daiwa Convertible Bond Index (DCBI)*, отражающих динамику рынка конвертируемых облигаций, включенных в листинг Токийской фондовой биржи. В рамках данного семейства индексов рассчитываются индексы по секторам экономики, различным выпускам (для учета срока до погашения). Индекс формируется по следующему алгоритму: первоначально по каждой бумаге определяется ставка доходности как отношение цены закрытия текущего дня, включающей накопленный доход, к цене закрытия предыдущего дня. Затем ставки доходности усредняются на основе средневзвешенной, где в качестве весов выступает рыночная стоимость той или иной облигации. Агрегированное значение доходности умножается на базовое значение индекса (например, 100). Таким образом индекс определяет динамику ставок доходности.

8.1.3. Российские облигационные индексы (корпоративные облигации)⁸⁷

С 2003 г. начали рассчитываться несколько российских облигационных индексов (ММВБ, Индексное агентство «РТС-Интерфакс» совместно с Информационным агентством «Cbonds»). Состав указанных индексов приведен в таблице 8.2.

Таблица 8.2.

Сравнительная характеристика российских облигационных индексов

Тип облигационных индексов	Инициатор и организатор расчетов облигационных индексов	
	Московская межбанковская валютная биржа	Индексное агентство «РТС-Интерфакс» и Информационное агентство «Cbonds»
Индексы корпоративных облигаций	Основной индекс – <i>RCBI - ценовой индекс</i> Дополнительный индекс <i>RCBI-с- индекс полной доходности</i> (купонный)	Основной индекс - <i>индекс полной доходности - RUX-Cbonds</i> Дополнительный индекс- <i>ценовой индекс - RUX-Cbonds ценовой</i>
Индексы муниципальных	-	<i>Cbonds-muni</i> Основной индекс - <i>индекс</i>

⁸⁷ Методики расчета облигационных индексов, приведенные ниже, раскрыты на сайтах Московской межбанковской валютной биржи www.micex.ru и Информационного агентства «Cbonds» www.cbonds.ru

облигаций		<i>полной доходности</i> Дополнительный индекс - <i>ценовой индекс</i>
-----------	--	--

Облигационные индексы ММВБ. Ценовой индекс корпоративных облигаций *RCBI* определяется на основе следующего соотношения:

$$PI_t = D * PI_{t-1} * \frac{\sum P_{i,t} * N_{i,t-1}}{\sum P_{i,t-1} * N_{i,t-1}}$$

PI_t - значение индекса в день t ;

PI_{t-1} - значение индекса в день $t-1$;

$P_{i,t}$ - средневзвешенная цена i -ой облигации в день t ;

$P_{i,t-1}$ - средневзвешенная цена i -ой облигации в день $t-1$;

$N_{i,t-1}$ - объем эмиссии в период $(t-1)$, предшествующий текущему периоду (t) .

D - коэффициент, учитывающий изменение состава и структуры индекса.

Для расчета ценового индекса используется подход, при котором индекс текущего периода определяется как произведение индекса предыдущего периода на относительное изменение цен по всем облигациям, включенным в расчет индекса по объемам предшествующего периода. Указанный индекс рассчитывается на основе цен сделок, совершенных на ММВБ в режиме основных торгов непрерывно по мере совершения сделок.

Индекс корпоративных облигаций полной доходности (купонный), определяемый ММВБ – ***RCBI-c***, имеет схожий алгоритм расчета, включая в качестве дополнительного фактора накопленный доход и выплачиваемый купон.

$$CI_t = D * CI_{t-1} * \frac{\sum (P_{i,t} + A_{i,t} + G_{i,t}) * N_{i,t-1}}{\sum (P_{i,t-1} + A_{i,t} + G_{i,t}) * N_{i,t-1}}$$

CI_t - значение индекса в день t ;

CI_{t-1} - значение индекса в день $t-1$;

$P_{i,t}$ - средневзвешенная цена i -ой облигации в день t ;

$P_{i,t-1}$ - средневзвешенная цена i -ой облигации в день $t-1$;

$A_{i,t}$ - накопленный купонный доход в день t ;

$G_{i,t}$ - купонные выплаты по i -ой облигации в день t ;

$N_{i,t-1}$ - объем эмиссии в период $(t-1)$, предшествующий текущему периоду (t) ;

D - коэффициент, учитывающий изменение состава и структуры индекса.

Индекс корпоративных облигаций RUX-Cbonds ценовой (Индексное агентство «РТС-Интерфакс» и Информационное агентство «Cbonds») рассчитывается как индекс, принимающий во внимание относительное изменение цен облигаций, но в отличие от индекса корпоративных облигаций ММВБ он не включает коэффициент, учитывающий изменение состава или структуры индекса, и на его основе производится расчет по текущим значениям объемов эмиссий.

$$IP(t) = IP(t-1) * \sum_{i=1}^n \frac{P(i,t) * V(i)}{P(i,t-1) * \sum_{j=1}^n V(j)}$$

$IP(t)$ - значение индекса в день t ;

$IP(t-1)$ значение индекса в день $t-1$;

$IP(0) = 100$;

n - число бумаг индексного списка;

$P(i,t)$ - цена i -ой бумаги в момент t ;

$V(i)$ - номинальный объем i -го выпуска облигаций из индексного списка.

Ценовой индекс **RUX-Cbonds ценовой** корпоративных облигаций Интерфакса не является основным индексом. Роль основного индекса играет **индекс полной доходности RUX-Cbonds**, рассчитываемый на базе следующего соотношения:

$$I(t) = I(t-1) \sum_{i=1}^n \frac{(P(i,t) + HKD(i,t) + G(i,t)) * V(i)}{(P(i,t-1) + HKD(i,t-1)) * \sum_{j=1}^n V(j)}$$

$I(t)$ - значение индекса в день t ;

$I(t-1)$ значение индекса в день $t-1$;

n - число бумаг индексного списка;

$P(i,t)$ - цена i -ой бумаги в момент t ;

$P(i,t-1)$ - цена i -ой бумаги в момент $t-1$;

$V(i)$ - номинальный объем i -го выпуска облигаций из индексного списка;

$HKD(i,t)$ - накопленный купонный доход в день t ;

$HKD(i,t-1)$ - накопленный купонный доход в день $t-1$;

Как показано выше (**пункт 6.2**), рынок субфедеральных и муниципальных облигаций может использоваться для задач финансирования корпоративных эмитентов. В этой связи представляют интерес индексы квазигосударственных облигаций, публикуемые на российском рынке.

Предлагаемый компанией Cbonds.ru индекс российского рынка муниципальных облигаций представляет собой **индекс полной доходности (total return index)** и рассчитывается по следующей формуле:

$$I(t) = I(t-1) * \frac{\sum_{i=1}^n [P(i,t) + НКД(i,t) + G(i,t)] * N(i)}{\sum_{i=1}^n [P(i,t-1) + НКД(i,t-1)] * N(i)}$$

Где:

n - число бумаг индексного списка;

$P(i,t)$ - цена i -ой бумаги в момент t ;

$НКД(i,t)$ - накопленный купонный доход по i -ой бумаге в момент t (в день выплаты купона, который, соответственно, является и началом нового купонного периода, этот показатель равен 0);

$G(i,t)$ - купонные выплаты получаемые по i -ой бумаге в момент времени t ;

$N(i)$ - номинальный объем i -го выпуска облигаций из индексного списка. В качестве номинального объема используется продекларированный эмитентом объем выпуска.

В качестве цены i -ой бумаги в момент времени t используется средневзвешенная цена на площадке, на которой в данный торговый день зафиксирован наибольший оборот по данной бумаге.

Расчет ценового индекса муниципальных облигаций ***Cbonds-Muni ценовой***

$$IP(t) = IP(t-1) * \frac{\sum_{i=1}^n P(i,t) * N(i)}{\sum_{i=1}^n P(i,t-1) * N(i)}$$

представлен ниже.

$P(i,t)$ - цена i -ой бумаги в момент t ;

$N(i)$ - номинальный объем i -го выпуска облигаций из индексного списка. В качестве номинального объема используется продекларированный эмитентом объем выпуска.

8.2. Оценка кредитного риска облигаций в кредитном рейтинге

8.2.1. Рейтинговые агентства

Сеть рейтинговых агентств

Рейтинговые агентства возникли на фондовом рынке США. Поэтому при анализе организации их деятельности обращаются прежде всего к опыту двух крупнейших американских рейтинговых агентств, работающих в международных

масштабах – *Moody's Investors Service* (1900), *Standard & Poor's Corporation* (1941). Среди других рейтинговых агентств – *Fitch IBCA* (на основе слияний и поглощений объединила ранее существовавшие рейтинговые бизнесы - Fitch Investors Service, Duff & Phelps Credit Rating Co, International Bank Credit Analysis Limited, Thomson Bank Watch, имеет штаб-квартиры в Лондоне и Нью-Йорке), *McCarthy, Crisanti & Maffei* (США), *Japan Credit Rating Agency Ltd*, (Япония), *Canadian Bond Rating Service, Dominion Bond Rating Service* (Канада), *Korea Investors Service, Inc.* (Южная Корея) и т.д. Кроме того, *Moody's* и *Standard & Poor's* имеют свои представительства / дочерние компании на крупнейших рынках мира.

В России осуществляет активную деятельность *Standard & Poor's* (через свое представительство в Москве), а также *Moody's* (в качестве стратегического партнера выбрано рейтинговое агентство “Интерфакс”, в котором приобретена доля капитала).

Отечественные рейтинговые агентства, осуществляющие полноценный рейтинг заемщиков, облигаций и других долговых инструментов: “Эксперт РА” (учреждено журналом “Эксперт”), “Интерфакс”.

Назначение рейтингового агентства

Кредитуюя предприятия и заключая индивидуальный контракт – кредитный договор, банк, как правило, тщательно изучает его кредитную историю, оценивает кредитоспособность заемщика и свои риски, связанные с предполагаемой ссудой. **Массовый инвестор** в ценные бумаги не имеет возможности провести такой анализ. На рынке обращаются одновременно тысячи выпусков, в массовом порядке публикуются новые проспекты ценных бумаг, кредитоспособность многих компаний постоянно меняется. Иначе говоря, инвестор нуждается в информационных посредниках, в агентствах, которые профессионально изучали бы финансово-хозяйственное положение эмитентов и ставили бы клеймо «качества» – балльную рейтинговую оценку ценной бумаге, которая бы служила ориентиром для инвесторов в стихии фондового рынка.

С другой стороны, и **эмитенты** нуждаются в независимых «оценщиках» их ценных бумаг, чьи оценки могли бы подтвердить качество их товара на фондовом рынке. Рейтинг ценной бумаги – это оценка рисков, которые с ней связаны. Соответственно, эмитент получает ориентир для оценки доходности, приемлемой для инвесторов, для определения условий обеспечения долга и т.д. **Регулятивные органы**, действующие на рынке ценных бумаг, используют рейтинг для понижения совокупного уровня риска, который несет этот рынок. С этой целью могут применяться: а) требования обязательного рейтинга при эмиссии для определенных видов ценных бумаг, б) ограничения на вложения финансовых институтов в ценные бумаги, имеющие пониженный рейтинг, в) требования большего резервирования средств против вложений в бумаги с пониженным рейтингом (США, Япония, Франция, Австралия и т.д.).

Потребности сформировали спрос на рейтинговые услуги, спрос дал жизнь рейтинговым агентствам – информационным посредникам, «оценщикам» на рынке ценных бумаг.

Функции рейтингового агентства

- Рейтинг ценных бумаг (долговых бумаг, привилегированных акций, структурированных финансовых продуктов);
- Анализ финансовых позиций и оценка кредитного рейтинга предприятий, банков и других финансовых институтов как заемщиков;

- Анализ и прогнозирование конъюнктуры рынка ценных бумаг и его отдельных сегментов в связи с изменениями макроэкономической и социально-политической ситуации в стране;
- Выпуск месячных, ежеквартальных и годовых обзоров, содержащих:
 - рейтинги ценных бумаг;
 - кредитные рейтинги банков и небанковских финансовых институтов;
 - аналитическую информацию по конъюнктуре рынка;
 - финансово-хозяйственные позиции компаний – эмитентов (рыночная ниша, экономическая динамика, доходность, финансовые коэффициенты, дивиденды и т.п.), сообщения аудиторов о финансовом состоянии компании;
 - регистры и указатели компаний, банков и финансовых институтов, чьи ценные бумаги обращаются на фондовом рынке, данные об их менеджменте;
 - регистры и указатели участников рынка ценных бумаг, фондовых бирж, регулирующих инстанций и т.п.;
- Текущее справочно-информационное обслуживание инвесторов и других потребителей аналитической информации о фондовом рынке

Объемы рейтинговых работ

На крупном фондовом рынке рейтинговое агентство поддерживает до 5 – 15 тысяч рейтинговых оценок.

Требования к рейтинговому агентству

Агентство должно быть независимым и не иметь интереса в бизнесе, оценка которого происходит. Рейтинговое агентство не является уполномоченным правительства или иного регулятивного органа, его оценки являются выражением мнений независимых экспертов, публикуемых в финансовой прессе. Агентство может иметь любую организационно-правовую форму. Большая часть рейтинговых агентств являются дочерними компаниями, в составе их владельцев нет физических лиц. Они могут принадлежать крупному издательскому дому, консалтинговой компании и т.п.

Статус рейтинга ценной бумаги

Публикация рейтинга не является советом купить или продать ту или иную ценную бумагу. Рейтинговое агентство не проводит аудит и не проверяет объективность информации, которая была предоставлена эмитентом для оценки ценной бумаги. Рейтинг – это «информация к сведению» инвесторов, управляющих портфелями и других участников рынка ценных бумаг. Вместе с тем рейтинг – это платная услуга, оказываемая эмитенту ценной бумаги.

Какие ценные бумаги подвергаются рейтингу

Рейтингу подвергаются только те ценные бумаги, по которым эмитент несет фиксированные обязательства перед инвесторами. В этом случае и возникает потребность в оценке рисков невыполнения данных обязательств. Соответственно,

объект рейтинга - облигации (предприятий и муниципальные), привилегированные акции, коммерческие бумаги (серийные финансовые векселя), депозитные и сберегательные сертификаты и т.д. Другими словами, объектом рейтинга являются долговые ценные бумаги плюс привилегированные акции.

Содержание рейтинга ценной бумаги

Рейтинг оценивает риск невыполнения эмитентом своих обязательств, связанных с ценной бумагой, и, соответственно, риск потерь инвестора в отношении основной суммы и процентов (кредитный риск). Итак, **рейтинг — это оценка риска потерь**, выражающее текущее мнение рейтингового агентства. При этом величина рейтинга с точки зрения рейтинговых агентств никак не связана с утверждениями типа «90 против 10, что по этой эмиссии не будет выплачена сумма долга». Рейтинг не измеряет конкретную величину риска потерь, не служит количественным прогнозом, мерой их вероятности.

Рейтинг — это лишь сравнительная оценка уровней риска по различным ценным бумагам, способ сопоставления их между собой по величинам кредитных рисков.

Рейтинг ценной бумаги часто называют **кредитным рейтингом** (т. е. сравнительной оценкой кредитного риска). Рейтинг не измеряет валютного и процентного рисков, риска ликвидности и т. д. Наконец, рейтинг не дает оценки будущего изменения курса ценной бумаги.

Виды рейтинга ценных бумаг

Обычно рейтинговые агентства поддерживают **отдельные системы для краткосрочных ценных бумаг и бумаг сроком свыше 1 года**. Специальные системы рейтинга могут создаваться **для отдельных видов ценных бумаг** (например, привилегированных акций, коммерческих бумаг и т. д.). Системы рейтинга по конкретной ценной бумаге (например, по долгосрочным облигациям) могут существенно отличаться в зависимости от вида эмитента (к какой отрасли он принадлежит — промышленная компания, банк, страховая компания и т.д., — является ли он местным органом власти, идет ли речь о долговых обязательствах правительства и т.д.). Кроме того, необходимо отличать рейтинг конкретных ценных бумаг от рейтинга классов ценных бумаг (по группам эмитентов, по отраслям и т.д.). Например, **Moody's** ведет и публикует рейтинговую статистику по отраслям хозяйства (динамика среднего рейтинга ценных бумаг, выпускаемых в данной отрасли, изменения диапазона рейтинговых оценок в отрасли и т.д.).

Отбор ценных бумаг для рейтинга

Рейтинговые агентства обычно выделяют три вида ценных бумаг:

- ценные бумаги, по которым рейтинг не осуществляется;
- ценные бумаги, по которым рейтинг осуществляется по специальной просьбе эмитента;
- ценные бумаги для массового, стандартного рейтинга.

Например, **в первую категорию** могут попасть бумаги эмитентов, существующих менее 3—5 лет. или выпущенные на сумму меньше определенной величины. Рейтинговое агентство может заявить о своем отказе осуществлять рейтинг

по определенному виду ценных бумаг (например, депозитным сертификатам) или по ценным бумагам, выпущенным на определенные сроки (например, по финансовым инструментам сроком до 6 месяцев).

Во вторую категорию могут войти ценные бумаги определенных эмитентов, например, иностранных юридических лиц, компаний, не имеющих длительных отношений с рейтинговым агентством, предприятий, проводящих закрытые размещения, и т.д.

В итоге, рейтинговое агентство отбирает те сектора рынка, где оно может присутствовать с наибольшим успехом, отдавая предпочтение тем ценным бумагам, в которые будет вкладывать деньги массовый инвестор.

Организационная структура рейтингового агентства

Рейтинговое агентство (в части разработки кредитных рейтингов) состоит из двух функциональных сегментов (см. *схему 8*).

Схема 8

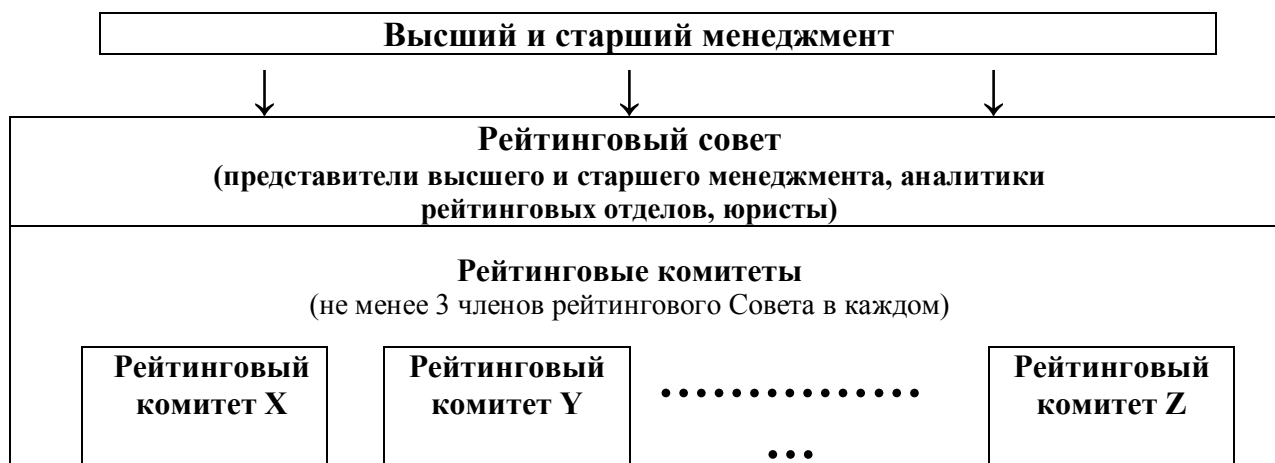
**Функциональная структура рейтингового агентства
(кредитный рейтинг ценных бумаг)**

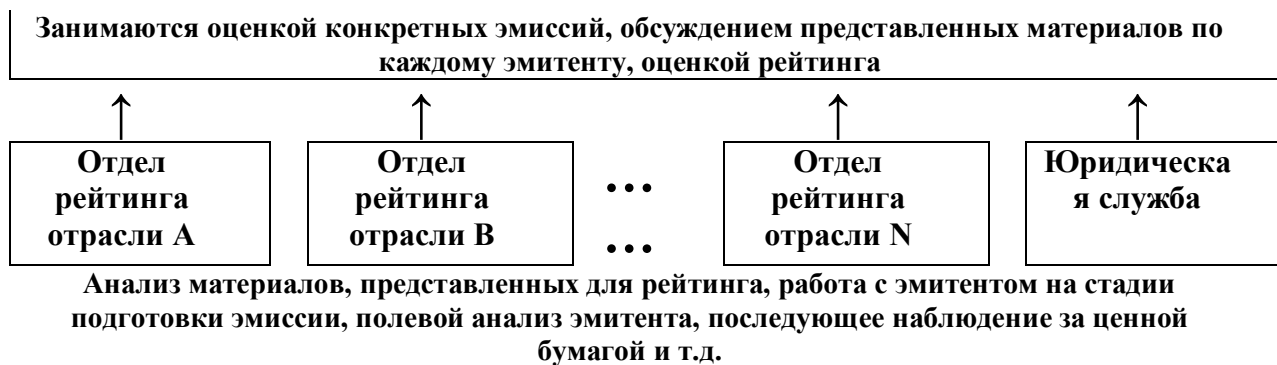


Рейтинг ценных бумаг, выпущенных внутри страны, чаще всего организационно построен по отраслевому признаку. **Примерная структура** приведена на *схеме 9*.

Схема 9

**Организационная структура рейтингового агентства
(кредитный рейтинг ценных бумаг)**





8.2.2. Организация и технология рейтинга корпоративных облигаций

Этапы рейтинга

Обычно рейтинг проводится в следующие этапы:

- | | |
|----------|--|
| 1 | <i>Ознакомительные совещания</i> представителей эмитента и рейтингового агентства. Не являются необходимым элементом рейтингового процесса, проводятся по взаимному согласованию сторон с целью выяснения предварительного мнения рейтингового агентства о ценных бумагах эмитента, о том, как изменится его оценка прежних эмиссий с учетом выпуска новых ценных бумаг, и т.д. |
| 2 | <i>Подготовка эмитентом информации для проведения рейтинга</i> ценной бумаги, характеризующей за 3 - 5 лет: а) историю эмитента, б) его положение на рынке, продукцию, динамику производства, конкурентоспособность, производственный потенциал, в) финансовое положение (денежные потоки, прибыли-издержки, капитализация, уровень задолженности, ликвидность баланса, финансовые коэффициенты), г) проекты, под финансирование которых выпускается ценная бумага, возможные альтернативные источники финансирования, д) состоявшиеся выпуски ценных бумаг, их характеристика и рейтинг, е) характеристика эмиссии, подлежащей рейтингу, гарантии ликвидности ценной бумаги и выполнения эмитентом обязательств, связанных с ней, ж) будущая динамика показателей эмитента, планируемые изменения в продукции, технологии и т.д., з) сравнение с другими компаниями, выпускающими примерно ту же продукцию, и) проспект ценных бумаг, к) служебная информация (состав менеджмента, как осуществляются контакты между рейтинговым агентством и эмитентом) |
| 3 | <i>Совещание представителей</i> эмитента и рейтингового агентства после регистрации (в более чем 90% случаев инициаторы совещания — эмитенты), официальная передача эмитентом информации для рейтинга |
| 4 | <i>Подготовка отделом отраслевого рейтинга</i> , клиентом которого является компания - эмитент, <i>аналитической информации для рейтингового комитета</i> по всем позициям, указанным в п. 2, а также по рейтинговой истории эмитента. Подготовка предложений по рейтинговой оценке и обоснование причин, указывающих на ту или иную величину рейтинга. При необходимости — ознакомление с компанией-эмитентом на месте |

5	<p>Работа рейтингового комитета, подробное обсуждение ценных бумаг и состояния эмитента: а) степень защищенности эмиссии от кредитного и других типов рисков, б) состояние отрасли, в которой работает эмитент, и место предприятия в отрасли (фаза хозяйственного цикла, тенденции в сравнении с другими отраслями, ресурсные ограничения, факторы риска), в) прошлая и будущая динамика показаний эмитента, основные проекты, в которые он повлечен, г) производство (основные и оборотные фонды, поставщики, состояние технической и технологической базы, продукция, динамика продаж и перспективы, иностранные операции), д) управление (организационная структура, дочерние и аффилированные компании, собственность за границей, структура контроля за собственностью, политика распределения доходов, управленческие кадры, политика и философия менеджмента, трудовые отношения и т.д.), е) финансовое положение эмитента (баланс, прибыль, денежные потоки, динамика и прогноз финансового состояния), ж) основные «за» и «против» того или иного уровня рейтинга.</p> <p>В итоге, рейтинговый комитет принимает решение об уровне рейтинга ценных бумаг эмитента, включающее аналитическую интерпретацию указанного решения</p>
6	<p>Передача эмитенту информации о выставленном рейтинге. Предоставление эмитентом рейтинговому комитету, если это необходимо, дополнительной информации для пересмотра рейтинга</p>
7	<p>Публичное раскрытие информации о выставленном рейтинге ценной бумаги</p>
8	<p>Последующий мониторинг эмитента, динамики курсов и выполнения обязательств по ценным бумагам, которые им выпущены. Рейтинговая компания (по типовым договорам с эмитентами) имеет право повысить или понизить, приостановить или отозвать свой рейтинг.</p>

Критерии рейтинговой оценки

В основу рейтинга положена шкала качественных оценок типа «высшее качество», «хорошее качество», «выше среднего уровня качества» и т.д. Каждый уровень качества имеет буквенное обозначение, например, AAA, BB, C и т.д. Чем дальше продвижение по алфавиту, тем ниже рейтинг ценной бумаги. Практически все рейтинговые агентства используют буквенные шкалы для оценки рейтинга.

В качестве примера (см. **таблицу 8.2**) приведем национальную шкалу кредитного рейтинга долговых обязательств, разработанную рейтинговым агентством **Standard & Poor's** для долговых ценных бумаг, выпускаемыми российскими эмитентами для обращения на внутреннем рынке (январь 2004 г.).⁸⁸

Таблица 8.2.

Национальная шкала кредитного рейтинга долговых обязательств, разработанная Standard & Poor's для России*

RuAAA	Долговые обязательства с рейтингом 'ruAAA' имеют самый высокий рейтинг по российской шкале Standard & Poor's. Способность заемщика своевременно и полностью выполнить данные долговые обязательства является ОЧЕНЬ ВЫСОКОЙ относительно других
--------------	---

⁸⁸ Рейтинговая шкала приведена на сайте агентства Standard & Poor's в Интернет www.standardandpoors.ru/

	российских заемщиков
RuAA	Рейтинг заемщика 'ruAA' отражает ВЫСОКУЮ способность заемщика своевременно и полностью выполнять свои долговые обязательства относительно других российских заемщиков
RuA	Долговые обязательства с рейтингом 'ruA' более подвержены воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях, чем долговые обязательства с рейтингами 'ruAAA' и 'ruAA'. Тем не менее заемщик характеризуется УМЕРЕННО ВЫСОКОЙ способностью своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства относительно других российских заемщиков
RuBBB	Рейтинг долговых обязательств 'ruBBB' отражает ДОСТАТОЧНУЮ способность заемщика своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства относительно других российских заемщиков. Однако в отношении данных долговых обязательств заемщик имеет более высокую чувствительность к воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях по сравнению с долговыми обязательствами с рейтингами выше 'ruBBB'
ruBB, ruB, ruCCC, ruCC, ruC - Долговые обязательства с рейтингами 'ruBB', 'ruB', 'ruCCC', 'ruCC' и 'ruC' по российской шкале Standard & Poor's характеризуются высоким кредитным риском относительно долговых обязательств других российских заемщиков. Несмотря на то, что таким долговым обязательствам присуща некоторая степень надежности, они в большей степени подвержены неопределенности и влиянию неблагоприятных факторов по сравнению с другими российскими долговыми обязательствами.	
RuBB	Долговые обязательства с рейтингом 'ruBB' характеризуются МЕНЬШИМ кредитным риском, чем долговые обязательства с более низкими рейтингами. Однако неопределенность или влияние неблагоприятных изменений в коммерческих, финансовых и экономических условиях могут привести к недостаточной способности заемщика своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства
RuB	Рейтинг долговых обязательств 'ruB' отражает МЕНЬШУЮ кредитоспособность по сравнению с долговыми обязательствами с рейтингом 'ruBB'. В текущий момент заемщик способен в срок и в полном объеме выполнять данные долговые обязательства. Однако неблагоприятные изменения в коммерческих, финансовых и экономических условиях, скорее всего, помешают заемщику в срок и в полном объеме выполнять данные долговые обязательства
RuCCC	Рейтинг долговых обязательств 'ruCCC' означает, что на данный момент в условиях российского финансового рынка существует ПОТЕНЦИАЛЬНАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ дефолта по данным долговым обязательствам. Своевременное выполнение данных долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий
RuCC	Рейтинг долговых обязательств 'ruCC' означает ВЫСОКУЮ ВЕРОЯТНОСТЬ невыполнения заемщиком данных долговых обязательств относительно других долговых обязательств российских заемщиков
RuC	Рейтинг долговых обязательств 'ruC' отражает ситуацию, в которой в отношении заемщика возбуждена процедура банкротства или предпринято другое действие подобного рода, при этом на текущий момент платежи по данным долговым обязательствам не прекращены
RuD	Присвоение долговому обязательству данного рейтинга означает дефолт по данному долговому обязательству. Рейтинг 'ruD' присваивается в ситуации, когда платежи по основной части долга или процентные платежи не выплачены в срок, даже в случае, если льготный период для исполнения обязательств еще не истек (кроме случая, когда Standard & Poor's считает, что выплаты будут произведены в течение льготного периода). Кроме того, рейтинг 'ruD' присваивается в случае, если в отношении заемщика возбуждена процедура банкротства или предпринято другое действие подобного рода, при этом платежи по данным долговым обязательствам прекращены

Рейтинги от 'ruAA' до 'ruCCC' могут быть дополнены плюсом (+) или минусом (-) для обозначения промежуточных рейтинговых категорий по отношению к основным категориям

Еще один пример – *шкала кредитного рейтинга*, разработанная для средне- и долгосрочных долговых заимствований внутри России рейтинговым агентством «Интерфакс» (стратегический партнер в России агентства *Moody's*, являющегося одним из собственников «Интерфакса») (см. *таблицу 8.3*).

Таблица 8.3.

**Шкала кредитного рейтинга долговых обязательств,
разработанная рейтинговым агентством “Интерфакс”***

Aaa (rus)	Заемщики и заимствования этой категории характеризуются исключительно высокой кредитоспособностью относительно других российских заемщиков и заимствований
Aa1 (rus), Aa2 (rus), Aa3 (rus)	Очень высокая кредитоспособность относительно других российских заемщиков/заимствований
A1 (rus), A2 (rus), A3 (rus)	Высокая кредитоспособность относительно других российских заемщиков/заимствований, которая может ухудшиться под влиянием негативных внешних условий
Baa1 (rus), Baa2 (rus), Baa3 (rus)	Достаточный уровень кредитоспособности по сравнению с другими российскими заемщиками/заимствованиями. Заемщики способны выполнять финансовые обязательства в благоприятных условиях. Однако их кредитоспособность более чувствительна к негативным изменениям внешних условий
Ba1 (rus), Ba2 (rus), Ba3 (rus)	Недостаточно стабильный уровень кредитоспособности относительно других российских заемщиков/заимствований. Заемщики способны выполнять финансовые обязательства в благоприятных условиях, но в неблагоприятной обстановке у них могут возникнуть трудности с выполнением обязательств
B1 (rus), B2 (rus), B3 (rus)	Нестабильный уровень кредитоспособности относительно других российских заемщиков/заимствований. Заемщики в значительной степени подвержены риску ухудшения кредитоспособности в неблагоприятных условиях
Caa1 (rus), Caa2 (rus), Caa3 (rus)	Низкая кредитоспособность относительно других российских заемщиков/заимствований, полностью зависящая от благоприятных внешних условий. В неблагоприятных условиях заемщикам будет трудно выполнить свои обязательства
Ca (rus)	Очень низкий уровень кредитоспособности относительно других российских заемщиков/заимствований: возможны проблемы с исполнением обязательств в благоприятных условиях и непреодолимые трудности - в неблагоприятной ситуации
C (rus)	Чрезвычайно низкий уровень кредитоспособности относительно других российских заемщиков/заимствований. Даже в благоприятных условиях возможен отказ заемщика от исполнения обязательств

* Индексы 1, 2, 3 указывают соответственно на более высокий, средний и низкий ранг заемщика / заимствования в соответствующей рейтинговой категории

Инвестиционные и спекулятивные ценные бумаги

Любое рейтинговое агентство делит свою шкалу рейтинга между двумя классами ценных бумаг:

-ценные бумаги инвестиционного качества или, что то же самое, инвестиционные ценные бумаги (обычно облигации с кредитным рейтингом от AAA до BBB включительно);

-спекулятивные ценные бумаги (по указанной шкале это бумаги с рейтингом от BB до D).

**Как выставляется рейтинг (на примере
долгосрочных облигаций)**

Рейтинг - это мнение экспертов, оценка, дающаяся на основе качественного и количественного (коэффициентного, на соответствие нормативам) анализа эмитента. Рейтинг - это фактически прогноз, делающийся на основании 3-5-летней ретроспективы + 3-5-летний прогнозный период.

Качественный анализ. Включает оценку рисков эмитента с позиций: а) внешнего экономического и регулятивного окружения; б) отраслевой и региональной принадлежности; в) самого предприятия-эмитента.

При анализе внешнего экономического и регулятивного окружения принимают во внимание: 1) политические риски; 2) законодательные риски; 3) инфляционный риск; 4) валютный риск; 5) регулятивные риски (неблагоприятная или, наоборот, стимулирующая политика правительства, ограничения, связанные с защитой окружающей среды, защитой здоровья населения и т. п.); 6) настоящая и будущая цикличность экономики, ее подверженность негативным или, наоборот, позитивным изменениям, степень влияния стабильности (нестабильности) на эмитентов; 7) процентный риск.

При анализе отраслевой принадлежности эмитента и рисков, связанных с ней, принимают во внимание: а) стадию жизненного цикла отрасли (угасание, стабильность, рост), ее подверженность в настоящем и будущем времени технологическим изменениям; б) состояние спроса и предложения на продукцию отрасли; в) зависимость отрасли от внешних (макроэкономических) хозяйственных циклов, степень капиталоемкости, особенно по неликвидным основным фондам; г) длительность продуктовых циклов, массовость заказов или зависимость от небольшой группы заказчиков; д) степень конкурентности; е) зависимость от поставок сырья, энергии, в т. ч. иностранных, возможная нестабильность поставок; ж) трудовые ресурсы, степень конфликтности, связанной с трудовыми ограничениями; з) наиболее уязвимые места отрасли, подверженность экстраординарным колебаниям.

При анализе региональной принадлежности эмитента рассматривают, в какой степени внешние (действующие на страновом уровне) и отраслевые риски увеличиваются (понижаются) за счет пребывания эмитента в определенном регионе (или его географической диверсификации). Например, размещение предприятий в «горячих точках», в регионах с угнетенной экономикой, в районах, где местные власти проводят рыночно-ориентированную или жестко регулятивную политику и т.д.

В фокусе рейтингового анализа — способность эмитента генерировать денежные средства в объемах достаточных, чтобы своевременно погашать обязательства по долговым ценным бумагам (которые подвергаются рейтингу). Соответственно, все указанные ниже факторы анализируются с позиций того, какое влияние они оказывают на ликвидность эмитента, на его способность генерировать деньги и покрывать ими свои долги.

При качественном анализе самого предприятия - эмитента оценивают:

- а) место предприятия в отрасли;
- б) специфику продукции и степень конкурентности;
- в) особенности предприятия в сравнении с отраслевыми характеристиками (спрос и предложение на продукцию, степень зависимости от поставок сырья, энергии, в т. ч. иностранных, концентрация или деконцентрация источников сырья, возможная нестабильность в этой области, особенности правительственного регулирования и связанные с ними удорожания или удешевления производства, степень правительственной поддержки, политика местных властей в отношении именно данного предприятия;
- г) стадия жизненного цикла, на которой находится предприятие, степень индивидуальной зависимости от макроэкономических циклов;
- д) рыночная ниша, степень диверсификации готовой продукции, является ли

- компания ценовым лидером и в этой связи, насколько она устойчива к изменениям цен;
- е) проникновение компании в другие отрасли, воздействие результатов на общее положение компании; ж) вертикальные и горизонтальные аффилированные связи;
 - з) иностранные операции (характеристика вложений, собственности, производимой продукции, степени увеличения или понижения общих рисков компании);
 - и) состояние основных фондов и применяемых технологий, динамика обновления;
 - к) персонал (квалификационные и социальные характеристики, степень конфликтности в трудовых отношениях);
 - л) качество менеджмента (структура собственности и реального контроля за компанией, концепция и структура управления, квалификация менеджмента, цели и политика компании, продуктовая, ценовая, финансовая и инновационная стратегии, другие виды стратегий, организация планирования и внутреннего контроля, состояния учета и учетная политика);
 - м) кредитная история предприятия (случаи невыполнения им обязательств, связанных с долговыми эмиссиями, изменение рейтинговой оценки эмиссий в течение определенного периода времени, история взаимоотношений с рейтинговым агентством и т.д.).

Важнейшим компонентом оценки эмиссии, способным изменить рейтинг бумаг самых слабых предприятий в лучшую сторону, является анализ защитительных условий эмиссии, обеспечивающих полное и приоритетное удовлетворение обязательств перед инвесторами в случае, если эмитент начнет испытывать финансовые трудности (например, гарантирование или страхование третьей стороной своевременного обслуживания долга и погашения основной суммы, создание банком кредитной линии для погашения краткосрочных ценных бумаг в случае, если это не может сделать эмитент, заключение с третьей стороной контракта о приобретении продукции по ценам, достаточным для обслуживания долга, выделение доходов, генерируемых эмитентом с достаточной стабильностью, для обслуживания и погашения долга, выражение третьей стороной намерения финансово поддерживать эмитента при нарушении им условий эмиссии (без юридической фиксации обязательств), закрепление в качестве обеспечения эмиссии конкретных видов активов с привилегированным доступом к ним для ликвидации и направления выручки на погашение обязательств перед инвесторами и т. д.).

Количественный анализ. В его основе — анализ финансовых коэффициентов за 3 - 6 лет, оценка их динамики (положительная, отрицательная), сравнение их величины с *нормативами для ценных бумаг*, имеющих рейтинг «три А», «два А», «два В» и т.д. Обычно берутся данные за год. Главная цель количественного анализа — выяснить степень покрытия ликвидными активами обязательств эмитента, оценка его способности генерировать денежные средства, количественный прогноз в этой области. С этой целью делается также прогнозная оценка того, как сложатся в течение ближайших 2—3 лет ключевые производственные и финансовые показатели (прежде всего, покрытие долга). Содержание коэффициентного анализа приведено в *таблице 8.4*.

Таблица 8.4.

Коэффициентный анализ финансово-экономического положения эмитента долговых ценных бумаг

Направление анализа	Объект анализа
----------------------------	-----------------------

Операционные результаты	Динамика реализации, прибыли и себестоимости продукции, денежные потоки и их структура
Прибыльность и покрытие прибылью процентных и рентных платежей	Доля прибыли в реализованной продукции, капиталоотдача (прибыль к капиталу), прибыльность активов (прибыль к активам), покрытие прибылью выплачиваемых процентов, рентных платежей, дивидендов по привилегированным акциям
Эффективность использования активов	Оборачиваемость активов в целом, оборачиваемость дебиторской задолженности, материальных запасов и запасов готовой продукции
Уровень капитализации и финансовый рычаг	Структура долгосрочных источников финансирования, доля в них капитала, структура капитала, финансовый рычаг (размер кратко- и долгосрочной задолженности, генерируемой капиталом, в сравнении с размером капитала компании, величина «финансовой подушки», состав кратко- и долгосрочной задолженности, в т. ч. постоянная, переходящая задолженность и долг, формируемый на основе обновления источников финансирования, размеры ежегодного погашения задолженности (кратко- и долгосрочной)
Ликвидность и денежные потоки	Генерация денежных потоков, их структура и покрытие ими задолженности (кратко- и долгосрочной), текущая ликвидность (соотношение краткосрочных ликвидных активов и краткосрочных обязательств, покрытие последних оборотным капиталом), долгосрочная ликвидность, структура вложений средств, сформированных за счет долгосрочной задолженности (в т. ч. в оборотный капитал)
Материальное обеспечение долга	Покровительство различных видов задолженности материальными активами, сформированными за счет указанной задолженности и акционерного капитала

В методологию оценки вносятся изменения в зависимости от отрасли хозяйства. Например, рейтинговая система оценки облигаций банка существенно отличается от рейтинга облигаций промышленных предприятий (иные показатели, добавляются новые разделы анализа, такие как «качество активов», «достаточность капитала»).

Рейтинговые агентства обычно используют **стандартные таблицы финансовых коэффициентов**, которые являются частью документации, представляемой эмитентом для рейтинга. Вычисленные значения сравниваются с нормативами или пороговыми величинами показателей, установленными для каждой категории ценных бумаг (три «А», два «А» и т. д.), по отраслям (отраслевая специфика сильно влияет на значения финансовых коэффициентов). Условный пример для такого анализа приведен в **таблице 8.5** (данные не относятся к конкретной отрасли, не характеризуют практику конкретного рейтингового агентства, взяты чисто условно, набор коэффициентов также является неполным и условным).

Соответственно, если коэффициентный анализ покажет, что компания относится к группе рейтинга два А - один А, то при всех колебаниях и возможных понижениях рейтинга (например, в связи с неадекватными защитительными условиями эмиссии - по гарантиям платежей, по доступу к активам эмитента и т. д.), - вряд ли эмиссии будет выставлен рейтинг «три В».

Таблица 8.5.

**Пример финансовых нормативов для оценки кредитного рейтинга
долговых ценных бумаг**

Рейтинговая категория	Долг к капиталу, %	Покрытие прибылью процентных платежей (во сколько раз прибыль превышает процентные платежи)	Денежный поток к долгу, %
Три А	15-25	в 15—20 раз	170-200
Два А	25-40	в 12—15 раз	120-170
А	40-50	в 9—12 раз	90-120
Три В	50-60	в 7—9 раз	70-90
Два В	60-70	в 5—7 раз	60-70

Рейтинговое агентство как поставщик аналитической информации

Рейтинговые агентства, выполняя свою основную функцию, аккумулируют значительные базы данных об эмитентах, осуществляют на постоянной основе макро- и микроэкономический мониторинг, изучают отраслевое и региональное хозяйство, чтобы точнее прогнозировать уровни кредитного риска. Кроме того, рейтинговые агентства создают свои собственные каналы для распределения среди публики рейтинговой информации.

В результате, крупное рейтинговое агентство является одновременно и крупным поставщиком (продавцом) аналитической информации. Обычно используются следующие формы:

- еженедельные, ежемесячные или ежеквартальные аналитические справочники и руководства (анализ и прогноз финансово-хозяйственного положения компаний, отраслей, регионов, оценка ценных бумаг по группам и сегментам рынка, анализ и прогноз динамики рынка и потенциала облигаций и других видов ценных бумаг);

- справочники и указатели компаний и финансовых институтов;

- аналитические, тематические и специальные исследования, отчеты и комментарии; обзоры, выпускаемые на регулярной основе и распространяемые по подписке (страновые обзоры, анализ глобальных тенденций, специальные услуги и информация для конкретных групп инвесторов и т.д.);

- публикации рейтингов (ежемесячные справочники рейтингов, ежедневные (еженедельные) уведомления о новых рейтингах или об их изменениях);

- электронные сообщения по любому сегменту базы данных.

Важнейшим элементом деятельности рейтингового агентства может быть ведение системы фондовых индексов и их широкая публикация (пример: S&P500 Index - США).

8.3. Системы оценки кредитного риска, разрабатываемые профессиональными посредниками (банками, брокерскими компаниями)⁸⁹

Наиболее опытные андеррайтеры (банки и брокерские компании), имеющие опытные облигационные команды, разрабатывают собственные *внутренние системы оценки кредитного риска облигаций*, учитывая, что круг эмитентов, получивших независимый кредитный рейтинг (см. *пункт 8.2*), ограничен, а деятельность

⁸⁹ Раздел подготовлен на основе материалов, предоставленных коммерческим банком «Гута-банк»

андеррайтера и инвестора в корпоративные облигации требует оперативной оценки эмитентов и выпускаемых ими ценных бумаг.

В качестве примера ниже представлена *оригинальная методика*, разработанная коммерческим банком «Гута-банк», по оценке кредитного риска корпоративных облигаций российских эмитентов.

Постановка задачи. Хотя оценке кредитного риска посвящено множество публикаций, в практической работе возникает множество нетривиальных новых задач, требующих творческого подхода к решению. Часто приходится решать вопросы, не предусмотренные методиками финансового анализа.

Например, стал массовым случай, когда эмитент является только что зарегистрированной компанией, не имеющей, да и не планирующей существенной деятельности, но есть один, а во многих случаях несколько поручителей, являющихся или не являющихся реальными получателями средств от выпуска облигационного займа. В этой ситуации вместо эмитента или совместно с эмитентом приходится оценивать поручителя / нескольких поручителей. Это приводит к необходимости определения кредитного рейтинга системы «эмитент-поручители». Примерами являются выпуски облигаций «Планета-Финанс», Группа «Ост», «Балтимор-Нева».

Классический подход к определению рейтинга состоит в оценке надежности эмитента и его займа. Если эмитент слабый, но есть поручитель, то классический подход можно распространить на случай взаимоисключающей системы «эмитент-поручитель», путем подстановки поручителя на место эмитента с одновременным отбрасыванием эмитента. Но каких - либо методик комплексной оценки системы «эмитент-поручители» нет даже для случая только одного поручителя.

Алгоритм оценки кредитного риска в системе «эмитент – поручители». Для решения данной задачи в Гута-банке разработан алгоритм, позволяющий осуществлять оценку рейтинга системы «эмитент-поручители» на основе:

-разбиения исходного займа на части, которые условно выпускает каждый из участников системы «эмитент-поручители» (в нее входят эмитент и каждый из поручителей), пропорционально допустимым объемам дополнительного заимствования каждого из них, с учетом объема взятых на себя поручителями обязательств;

-отсечения на ранней стадии анализа неперспективных поручителей с целью снижения трудоемкости оценки;

-определения рейтинга займа в целом за счет построения наилучшего его покрытия «частными» займами эмитента и поручителей, с учетом того, что участники системы «эмитент-поручители» могут иметь различный рейтинг при условном выпуске своей части займа.

Алгоритм определения рейтинга системы «эмитент-поручители» базируется на алгоритме расчета величины максимального дополнительного заимствования компании, который, в свою очередь, предполагает предварительный расчет риска облигаций. Остановимся поэтому на расчете кредитного риска.

Методика оценки кредитного риска. Практика показывает, что для того, чтобы оценка кредитного риска облигаций имела конструктивный характер, необходимо, чтобы она имела численную оценку, например, столько-то процентов. Получение количественной оценки кредитного риска сразу открывает массу возможностей практического применения результатов финансового анализа эмитента и займа. Например, для оценки так называемого *специального риска эмитента*, используемого при оценке стоимости акций, облигаций и других ценных бумаг в самых разнообразных задачах: для расчета лимитов на операции с облигациями данного

эмитента, в управлении портфелями по критерию риск-доходность, для оценки рисков составляющей ставки дисконта в части специальных рисков эмитента.

Расчет уровня риска выполняется на основе количественной оценки всех используемых в методике Гута-Банка (далее Методика) показателей (делается в специальной Excel таблице).

Указанная таблица состоит из двух равноправных частей – оценка финансового положения эмитента и оценка надежности ценных бумаг. Внутри этих двух частей, показатели, в свою очередь, разбиваются на подгруппы, характеризующие отдельные основные стороны финансовой надежности эмитента и займа в соответствии с классификацией показателей в данной Методике.

В указанной Excel таблице:

-задан удельный вес для каждого из 29 используемых в Методике показателей оценки эмитента и его облигаций, определенный экспертным путем. При этом сумма удельных весов по каждому блоку Excel таблицы (оценка надежности финансового положения рассматриваемой компании-эмитента и оценка надежности облигационного займа) равна 100;

-предусматривает присвоение (в процессе оценки) показателям определенных численных значений как функцию набора из пяти типовых вербальных (словесных) характеристик состояния эмитента или займа. Словесные характеристики отражают типовые состояния для каждого показателя в ситуациях последовательно от неудовлетворительного состояния экономических параметров, отражаемых показателем (1 балл) до отличного (5 баллов). Аналитик выбирает из пяти возможных наиболее подходящий типовой вариант ситуационного ответа. Соответственно, показателю присваивается количественное значение в пределах от 1 до 5 баллов. Словесные характеристики пяти состояний показателей также определены экспертным путем на основе опыта предшествующего анализа десятков эмитентов и характеристик состояний показателей, подобранных из различных источников;

-проставленные оценки показателей умножаются на удельные веса показателей и суммируются отдельно по показателям, характеризующим эмитента, и отдельно - по облигационному займу. Затем оценки по эмитенту и займу суммируются, давая итоговую оценку. Так как сумма удельных весов коэффициентов равняется 100, а оценка для каждого отдельного коэффициента принадлежит множеству {1; 5}, то итоговая сумма оценок по каждому из блоков Excel таблицы принадлежит множеству {0; 500}.

Таким образом, вывод итогового значения рейтинга представляет собой 2-х этапную процедуру. Сумма значений показателей надежности эмитента и облигационного займа сначала рассчитываются отдельно.

При этом **оценка надежности финансового состояния эмитента** может принимать численное значение в пределах от 0 до 500. Этот диапазон значений разбит на 5 зон, которым ставятся в соответствие оценки уровня надежности финансового положения (состояния) рассматриваемой компании, представленные в нижеследующей таблице.

Характеристика финансового положения эмитента	Оценка надежности финансового состояния эмитента в баллах
Высокая надежность финансового положения эмитента	От 450 до 500
Хорошая надежность финансового положения эмитента	От 375 до 450
Удовлетворительная надежность финансового положения эмитента	от 275 до 375

Низкая надежность финансового положения эмитента	от 175 до 275
Крайне низкая надежность финансового положения эмитента	От 0 до 175

Аналогично, **оценка надежности облигационного займа** может принимать численное значение в пределах от 0 до 500.

Аналогично оценке надежности финансового положения рассматриваемой компании, этот диапазон разбивается на 5 зон, каждой из которых соответствует свой уровень надежности облигаций.

Характеристика надежности облигационного займа	Оценка надежности облигационного займа в баллах
Высокая надежность облигационного займа	От 450 до 500
Хорошая надежность облигационного займа	От 375 до 450
Удовлетворительная надежность облигационного займа	от 275 до 375
Низкая надежность облигационного займа	от 175 до 275
Крайне низкая надежность облигационного займа	от 0 до 175

Итоговый рейтинг системы «эмитент-займ» выставляется как сумма рейтинга по надежности финансового положения эмитента и оценки надежности облигационного займа – этим подчеркивается равнозначность степени влияния надежности финансового положения компании и показателей покрытия на уровень инвестиционного риска по облигационному займу. Общая сумма оценок эмитента и займа может принимать значений в пределах от 0 до 1000:

Соответственно, итоговый рейтинг получает диапазон значений от 0 до 1000, который разбивается на пять интервалов, границы которых получаются умножением на два границ интервалов (зон), на которые были разбиты диапазоны отдельных оценок эмитента и займа. В пределы каждого из интервалов могут попасть итоговые оценки, имеющие различные комбинации финансовой надежности эмитента и займа, при условии, что сумма их количественных оценок попадает в указанные выше диапазоны.

Пяти интервалам итогового рейтинга тандема «эмитент-займ» присваиваются следующие краткие обозначения, перечисленных в порядке снижения финансовой надежности: А, В, ВВ, СС, С:

Оценка уровня финансовой надежности эмитента и займа В баллах	Рейтинговая шкала, рейтинг
от 900 до 1000	"А"
от 750 до 900	"ВВ"
от 550 до 750	"В"
от 350 до 550	"СС"
от 0 до 350	"С"

Чем выше надежность финансового положения эмитента и займа, тем меньше инвестиционный риск.

Следует отметить, что в методике Гута-Банка кредитный риск называется инвестиционным. Это связано с тем, что при оценке риска облигаций, как показано выше учитываются не только надежность собственно эмитента, но и надежность займа, которая может, в частности характеризоваться показателями наличия и качеством обеспечения, которые могут быть не связаны с эмитентом, с его кредитоспособностью.

Соответственно, со значениями рейтинговой оценки эмитента и займа связывается оценка риска инвестирования в облигации эмитента, как величина

противоположная финансовой надежности эмитента и займа. Каждому уровню рейтинговой шкалы или, что то же самое, финансовой надежности эмитента и займа, ставится в соответствие уровень риска инвестирования в облигации по правилу:

Риск = 1 - среднее значение количественной оценки надежности финансового состояния эмитента и займа.

При таком подходе, уровням рейтинга соответствуют следующие количественные оценки финансового состояния и принимаемых инвестором рисков:

Оценка финансового состояния эмитента в баллах	Рейтинговая шкала, Rating	Уровень инвестиционного риска, Risk, %
от 900 до 1000	"А"	5%
от 750 до 900	"ВВ"	17,5%
от 550 до 750	"В"	35%
от 350 до 550	"СС"	55%
От 0 до 350	"С"	82,5%

Уровень риска определяется как 1 – среднее значение по шкале для данной категории. То есть для категории «А» риск составит: $1 - 950/1000 = 5\%$. Для категории «ВВ»: $1 - 825/1000 = 17,5\%$. Для категории «В»: $1 - 650/1000 = 35\%$. Для категории «СС»: $1 - 450/1000 = 45\%$. Для категории «С»: $1 - 175/1000 = 82,5\%$.

Наличие четкого и наглядного алгоритма оценки инвестиционного риска повышает объективность оценки, делает ее более прозрачной, так как позволяет легко видеть влияние отдельных факторов на итоговую оценку

Расчет максимально возможных заимствований. Задача оценки инвестиционного (кредитного) риска возникает не только по отношению к обращающимся на рынке займам, но и на различных стадиях подготовки выпуска облигаций. При этом одним из первых ставится вопрос - сколько может занять кандидат в эмитенты или допустим ли для него выпуск займа, запрашиваемого объема, каким будет кредитный рейтинг займа, до каких пределов можно увеличивать заимствования при сохранении рейтинга эмитента или при снижении рейтинга.

Для решения данных вопросов в Гута-банке создана и отработана определенная технология, включенная в Методику оценки инвестиционного риска корпоративных облигаций.

Ключевым элементом в ней является расчет объема дополнительного заимствования на базе коэффициента покрытия долга Total Debt / EBITDA (Совокупная задолженность эмитента / Прибыль до уплаты налогов, процентов и амортизации). Максимальный допустимый долг определяется из условия равенства коэффициента покрытия долга Total debt / EBITDA нормативной величине, которая варьируется для различных значений рейтинга эмитента.

В соответствии с международной практикой более высоким (надежным) рейтингам соответствуют более высокие требования к покрытию долга, выражающиеся в требовании более низкого максимально возможного нормативного значения для показателя Total debt / EBITDA.

Рейтинг	Верхняя нормативная граница для соотношения Total debt / EBITDA
А	Total debt / EBITDA= 2 (норматив)
ВВ	Total debt / EBITDA= 3 (норматив)
В	Total debt / EBITDA= 3,5 (норматив)

СС	Total debt / EBITDA= 4,5 (норматив)
С	Total debt / EBITDA = 5 (норматив)

Нормативные значения показателя Total debt / EBITDA подобраны нами, с одной стороны, опираясь на западные данные, а с другой – на серию тестовых расчетов, сделанных с целью определения границ, в которых лежат значения показателя Total debt / EBITDA у российских компаний с разными уровнями риска.

Для российских компаний подобных нормативов нет. Вероятно, рассматриваемая методика является одной из первых, использующих «нормативный подход».

На основе показателя Total debt / EBITDA удалось сделать простые и прозрачные схемы расчета допустимого общего и дополнительного заимствования компании.

Расчет максимально возможного заимствования эмитентом (безотносительно реальной величины и структуры долга) как функции рейтинга выполняется по следующей формуле:

$$MAX_TD (Rating) = EBITDA * Норматив (Rating), \text{ где:}$$

Rating – рейтинг, присвоенный эмитенту и займу, согласно Методике Гута-Банка;

Норматив (Rating) - максимально возможное нормативное значения показателя Total debt / EBITDA как функция рейтинга эмитента (берется из вышеприведенной таблицы).

Если величина EBITDA отрицательна, то $MAX_TD (Rating) = 0$.

Максимально возможный облигационный долг предприятия равен максимально возможному заимствованию эмитента сверх существующего кредитного и вексельного долга. Он определяется путем вычитания из нормативного значения показателя покрытия Total debt / EBITDA фактического значения этого показателя, рассчитанного с учетом существующей кредитной (включая существующие облигации) и вексельной нагрузки:

Максимально возможный облигационный долг определяется по следующей формуле:

$$MAXbondDEBT(Rating) = EBITDA * (Норматив(Rating) - Total debt / EBITDA)$$

Если величина EBITDA отрицательна, то $MAXbondDEBT(Rating) = 0$.

Показатель «совокупная задолженность к EBITDA» (Total debt / EBITDA) рассчитывается следующим образом:

$$\text{«Совокупная задолженность к EBITDA»} = \frac{TD}{EBITDA}, \text{ где:}$$

Total Debt или сокращенно *TD* – совокупная задолженность без учета планируемых облигационных займов, рассчитываемая следующим образом:
 $KЗС*(1+r_0)+ДЗС(1+r_1) + \text{Векселя к погашению}$, где:

KЗС – краткосрочные заемные средства на последнюю отчетную дату;

r_0 – текущая ставка рефинансирования + 300 базисных пунктов;
ДЗС – долгосрочные заемные средства на последнюю отчетную дату;
 r_1 – текущая ставка рефинансирования + 400 базисных пунктов;

EBITDA – прибыль до процентов, налогов и амортизации за последний полный отчетный период (прошлый год).

Максимально объем дополнительного облигационного долга возможного сверх ранее существующих займов и оцениваемого облигационного займа определяется по следующей формуле:

$$MAXaddBondDEBT(Rating) = EBITDA * (Норматив(Rating) - Total debt / EBITDA) - \text{номинал рассматриваемого облигационного займа}$$

Если величина *EBITDA* отрицательна, то $MAXaddBondDEBT(Rating) = 0$.

Показатели максимальных заимствований эмитента могут рассчитываться как после определения рейтинга оцениваемого займа, так и в качестве инструмента предварительного анализа возможностей привлечения эмитентом долгового капитала.

При этом возможная величина дополнительных заимствований может определяться в двух вариантах - при условии сохранения существующего рейтинга или для случаев его снижения.

Например, если известна сумма, которую эмитент хотел бы занять, то возможно оценить, насколько может измениться (снизиться) его рейтинг в случае заимствования указанной суммы. Решается и обратная задача – какой объем заимствований максимально возможен при каждом уровне рейтинговой оценки эмитента.

Следует иметь в виду, что полученная величина максимально возможного дополнительного заимствования не учитывает, что при определении рейтинга принимаются во внимание и другие показатели помимо коэффициента покрытия $Total Debt / EBITDA$. Таким образом, чем больше ступеней вниз по снижению рейтинга, тем с большей погрешностью определяются показатели возможных заимствований.

Алгоритм расчета величины максимального дополнительного заимствования положен в основу упомянутого в начале данной публикации алгоритма определения рейтинга системы «эмитент-поручители», применяемой для решения задачи оценки инвестиционного риска по облигационным займам, в которых гарантии инвесторам обеспечиваются преимущественно поручителями, особенно при большом числе последних.

Раскрытие информации о результатах применения методики. С результатами применения методики можно ознакомиться на сайте брокерской системы Гуга-Банка onlinebroker.ru в разделе «Аналитика», подраздел «Инвестиционный риск облигаций российских эмитентов».

В этом разделе содержится большое количество постоянно пополняемых и обновляемых заключений по инвестиционному (кредитному) риску облигаций российских эмитентов. Помимо корпоративных, там также представлены оценки муниципальных займов.

8.4. Оценка процентного риска облигаций

Природа облигации, как ценной бумаги с гарантированными купонными выплатами, при том, что процентная ставка подвержена колебаниям, предполагает, что инвестор в облигацию несет процентный риск (риск изменения процентной ставки).

В случае роста процентной ставки рыночная стоимость облигации понижается, но реинвестирование полученного купонного дохода происходит под более высокую ставку. При понижении рыночной процентной ставки возникает обратная ситуация.

Процентный риск вложений в облигацию зависит от срока до погашения облигации.

Чем выше срок до погашения облигации, тем более рискованными являются вложения в нее. Но при этом большее значение для инвестора имеют те года, где купонные выплаты имеют больший вес в цене облигации.

Следовательно, для инвестора показатель *среднего срока до погашения*, где года взвешены по настоящей стоимости купонных платежей, отнесенных к цене облигации, является индикатором процентного риска инвестиций в данную ценную бумагу.

Рассчитываемый таким образом показатель среднего срока до погашения или показатель средней продолжительности жизни облигации (*дюрации*) широко распространен в настоящее время и определяется следующим образом:

$$D = \left(\frac{\sum_{t=1}^n INT_t \times t}{(1 + k_d)^t} \right) / P \quad (16)$$

где D - дюрация, годы

INT_t - потоки платежей, включая купонные платежи и номинал

t - период поступления платежа

n - срок до погашения

k_d - ставка дисконтирования

P - цена облигации

Часто этот индикатор называют *дюрацией Макалея* (по имени автора показателя дюрации).

Показатель дюрации позволяет не только оценить процентный риск, лежащий на облигации, но и решить задачу сравнения различных облигаций с точки зрения их чувствительности к изменению уровня процентной ставки.

Пример. Необходимо рассчитать показатель дюрации для облигации номинальной стоимостью 1000 рублей с купоном 6% с выплатой один раз в полгода, со сроком до погашения 3 года, если среднее рыночное значение ставки составляет 10 %.

В примере в качестве базовых условий определена средняя рыночная ставка, следовательно, возможно рассчитать теоретическую стоимость облигации. Представим результаты расчетов в *таблице 8.6*:

Таблица 8.6.

Расчет показателей дюрации

Срок до	Денежный	Коэффициент	Настоящая	Статистичес-	Срок до
---------	----------	-------------	-----------	--------------	---------

погашения, лет	поток, тыс. д.е.	дисконтирования	стоимость денежного потока, тыс. д.е.	кий вес купонных платежей	погашения, взвешенный по статистическому весу
0.5	30.0	0.9534	28.602	0.0316	0.0158
1.0	30.0	0.9091	27.373	0.0302	0.0302
1.5	30.0	0.8667	26.001	0.0288	0.0432
2.0	30.0	0.8264	24.792	0.0274	0.0548
2.5	30.0	0.7880	23.640	0.0261	0.0652
3.0	1030.0	0.7513	773.839	0.8558	2.5674
			904.250	1.0000	2.7766

В данном примере показатель дюрации составляет 2.78 года.

Указанный показатель, который исчисляется в годах, позволяет определить колеблемость облигации. Чем выше значение показателя среднего срока жизни облигации (дюрации), тем более колеблемой, а значит, рискованной является облигация. Этот показатель меньше, чем показатель срока до погашения облигации (только в случае облигаций с нулевым купоном средняя продолжительность жизни облигации равна сроку до погашения). В **таблице 8.7** приведены показатели срока до погашения, цены сделки, доходности по облигациям и рассчитанный на их основе показатель дюрации.

Таблица 8.7.

Показатели дюрации и доходности отдельных выпусков государственных ценных бумаг по итогам торгов 25.10.2002*

Код бумаги	Дата погашения	Дюрация (дней)	Цена сделки, %	Доходность, %
21160	20.11.02	26	99,140	12,180
21161	05.03.03	131	95,405	13,420
26003	15.03.05	769	89,950	15,240
27009	04.06.03	215	98,100	14,000
46001	10.09.08	1334	86,675	16,400

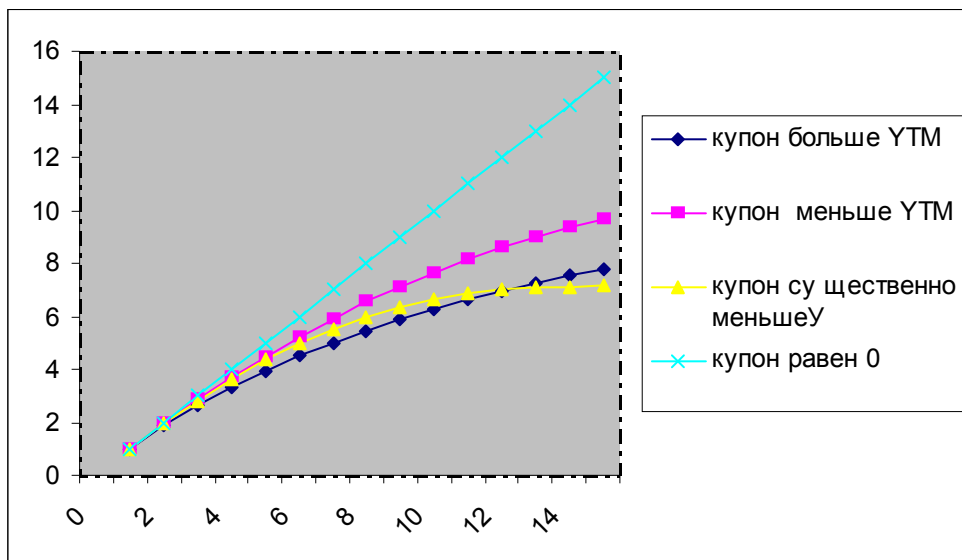
*Источник: сайт Московской межбанковской валютной биржи в Интернет www.micex.ru

Исследуя более детально показатель дюрации, необходимо отметить: чем ниже купонная ставка при прочих равных условиях, тем меньше статистический вес купонных выплат и выше статистический вес номинала, и соответственно выше показатель.

При фиксированной купонной ставке дюрация возрастает с увеличением срока до погашения для облигаций, продающихся по номиналу, или по цене выше номинала. Но в случае продажи облигации с глубоким дисконтом дюрация может падать с увеличением срока до погашения. Данные зависимости удобно представить в графическом виде (см. **схему 10**).

Схема 10

Зависимость показателя дюрации от срока до погашения



Библиография⁹⁰

Книги

- Агарков М.М. Основы банковского права. Учение о ценных бумагах. – М.: Издательство БЕК, 1994. – 349 с.
- Алексеев М. Ю. Рынок ценных бумаг и организация работ на нем. – М.: Перспектива, 1991. – 134 с.
- Алексеев М.Ю., Миркин Я.М. Технология операций с ценными бумагами. – М.: Перспектива. 1992. – 208 с.
- Алехин Б.И. Рынок ценных бумаг. Введение в фондовые операции. – М.: Финансы и статистика, 1991. – 159 с.
- Беренс Вернер, Хавранек Пиер М. Руководство по оценке инвестиций. – М.: Инфра-М, Интерэксперт, 1995. – 527 с.
- Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент.- Киев: МП "ИТЕМ"ЛТД, 1995.- 448 с.
- Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов. Пер. с англ. – М.: Олимп–Бизнес, 1997. – 1120 с.
- Бригхэм Ю. Ф. Энциклопедия финансового менеджмента. Сокр. пер. с англ. – М.: РАГС; Экономика, 1998. – 823 с.
- Ван Хорн Дж.К. Основы управления финансами: Пер. с англ. /Гл. ред. серии Я.В.Соколов.- М.: Финансы и статистика, 1996.- 800 с.
- Вэйтилингэм Р. Руководство по использованию финансовой информации Financial Times. – М.: Финансы и статистика, 1999. – 400 с.
- Гарнер Д., Оуэн Р., Конвей Р. Привлечение капитала: Учебное пособие: Пер. с англ.- М.: Джон Уайли энд Санз, 1995.- 466 с.
- Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования: Пер. с англ. /Академия народного хозяйства при Правительстве РФ.- М.: Дело, 1997.- 992 с.
- Гудков Ф.А. Инвестиции в ценные бумаги: Руководство по работе с долговыми обязательствами для бухгалтеров и руководителей предприятий.- М.: ИНФРА-М, 1996.- 160 с.
- Данилов Ю. А. Создание и развитие инвестиционного банка в России /Академия народного хозяйства при Правительстве РФ.- М.: Дело, 1998.- 352 с.
- Едророва В.Н., Мизиковский Е.А. Учет и анализ финансовых активов: Акции, облигации, векселя.- М.: Финансы и статистика, 1995.-272 с.
- Кейт Роджерс. Рынок облигаций. Курс для начинающих. – М.: Альпина-Паблишер, 2003. – 337 с.
- Коттл Сидни, Мюррей Роджер Ф., Блок Франк Е. «Анализ ценных бумаг» Грэма и Додда. – М.: Олимп-Бизнес, 2000. – 694 с.
- Кудряшов В.В. Как провести эмиссию в акционерном обществе: Справочное пособие.- М.:Центр экономики и маркетинга,1998.- 224 с.
- Кураков В.Л. Правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации.- М.: Пресс- сервис,1998.- 288 с.
- Ли Ч. Ф., Финнерти Дж. И. Финансы корпораций: теория, методы, практика. Пер. с англ. – М.: Инфра–М, 2000. – 686 с.
- Ливингстон Г. Дуглас. Анализ рисков операций с облигациями на рынке ценных бумаг. – М.: ИИД «Филинь», 1998. – 448 с.
- Маршалл Джон Ф., Бансал Випул К. Финансовая инженерия: Полное руководство по финансовым нововведениям: Пер. с англ.: Учебник для студ. вузов по экон.спец. /Науч. ред. Г.А.Агасандян.- М.: ИНФРА-М: НФПК,1998.- 784 с.

⁹⁰ Библиография подготовлена на основе базы данных библиотеки Финансовой академии при Правительстве РФ

- Меньшиков И.С. Финансовый анализ ценных бумаг: Курс лекций.- М.: Финансы и статистика, 1998.- 354 с.
- Миркин Я.М. Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг // Стратегия выхода предприятия на рынок ценных бумаг. – М.: АФПИ еженедельника «Экономика и жизнь», 1997. – С.5-124.
- Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М.: Альпина Паблишер, Финансовая академия при Правительстве РФ, 2002. – 623 с.
- Миркин Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок: Профессиональный курс в Финансовой Академии при Правительстве РФ.- М.: Перспектива, 1995.- 536 с.
- Михайлов Д.М. Мировой финансовый рынок: тенденции и инструменты. – М.: «Экзамен», 2000. – 768 с.
- Нортон Р. Фонды облигаций. Путь к получению высоких доходов. – М.: Альпина-Паблишер, 2002. – 319 с.
- О'Брайен Дж., Шривастава С. Финансовый анализ и торговля ценными бумагами: Пер. с англ. /Науч. ред. Н.С.Кукушкин; Общ.ред. М.Г.Клепиковой.- М.: Дело Лтд., 1995.- 208 с.
- Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, Издательский дом «РЦБ», 2000. – 80 с.
- Развитие рынка ценных бумаг в Российской Федерации (материалы к дискуссии). – М.: ФКЦБ России, 2002. –312 с.
- Рот А., Захаров А., Златкис Б., Миркин Я., Борн Б., Бернанд Р., Баренбойм П., Борн Б., Хит А. Основы государственного регулирования финансового рынка. – М.: Нью-Йоркская фондовая биржа, Московская межбанковская валютная биржа, Юридический дом «Юстицинформ», 2003. – 620 с.
- Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: Московское агентство ценных бумаг, Инфра-М, 1996. – 295 с.
- Рубцов Б.Б. Мировые фондовые рынки: современное состояние и закономерности развития. – М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2000. – 312 с.
- Рубцов Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг:– М.: Экзамен, 2002. – 447 с.
- Рэй К.И. Рынок облигаций. Торговля и управление рисками: Пер. с англ. – (серия «Зарубежный экономический учебник»). – М.: Дело, 1999. – 600 с.
- Салин В.Н., Добашина И.В. Биржевая статистика. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 176 с.
- Салин В.Н., Ситникова О.Ю., Добашина И.В. и др. Статистика финансов. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 813 с.
- Семенкова Е.В. Операции с ценными бумагами: российская практика. – М.: Инфра-М.: Перспектива, 1997. – 328 с.
- Уотшем Т. Дж., Паррамоу К. Количественные методы в финансах. Пер. с англ. – М.: Финансы, Юнити, 1999. – 527 с.
- Ценные бумаги: Учеб. пос. /Н.И.Берзон, М.А. Кожевников, С.Е.Гуськов; Под ред. Н.И.Берзона.- М.: Высшая школа экономики, 1998.- 255 с.
- Ценообразование на финансовом рынке: Учеб. пос. /Авт. кол.: В.Е.Есипов, Г.А.Маховикова, Д.И.Трактовенко и др.; Под ред. А.Е.Есипова.- Спб.: СПбГУЭФ, 1998.- 240 с.
- Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции. Пер. с англ. – М.: Инфра-М, 1997. – 1024 с.

Статьи из периодических изданий

- Азимова Л. Конвертируемые облигации: банки идут первыми //Рынок ценных бумаг -М., 1996.- N 1.- С.7-9.

- Акимов М., Мещеряков Е. Воздействие на корпоративные отношения //Журнал для акционеров - М., 1999.- N 11.- С. 3-7.
- Амосов С. Корпоративные облигации: как организовать эмиссионный синдикат? //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Июнь. - N 12. - С.39-41.
- Амосов С., Горбунов В. Корпоративные облигации: как представить выпуск инвесторам?: Опыт подготовки размещения займа ОАО "Салаватнефтеоргсинтез" //Рынок ценных бумаг.-2003.-Март.-N 6.-С.28-31.
- Амосов С. Рынок корпоративных бумаг: итоги полугодия //Рынок ценных бумаг - М., 1999.- N 15.- С. 11-14.
- Андрианова Л. Н. Кредитный рейтинг: теоретические аспекты //Банковские услуги - М., 2000.- №1.- С. 13-23.
- Аракелян А. Корпоративные облигации в России: уже достаточно серьезно, чтобы не замечать //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 8.- С. 75-78.
- Балимова О. Конвертируемые облигации: решение спорных вопросов //Рынок ценных бумаг - М., 1996.-N 15. - С. 26-27.
- Баранов А. Проблемы становления российского рынка корпоративных облигаций //Рынок ценных бумаг.- М., 2000.-N 22.- №. 22-26.
- Баранов А. Риски облигационного выпуска компании "СУАЛ" //Рынок ценных бумаг -М., 2001.- N 2.- С. 60-62.
- Баранов А. Российский рынок корпоративных долговых инструментов: итоги 2000 г. и перспективы //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 4.-С. 24-26.
- Безсмертная Е. Облигационные займы США и Западной Европы. Что ближе России? //Рынок ценных бумаг - М., 2000.-N 24.- С. 82-88.
- Белова Г. О налогообложении операций с ценными бумагами //Налоговый вестник -М., 2000.- N 9.- С. 72-74.
- Белова Г.В., Сидорова А.Б., Леонова Н.В. О налогообложении ценных бумаг //Налоговый вестник.- М., 2001.-N 1.- №. 67-71.
- Бойко Т. Корпоративные облигации: оправдаются ли надежды? //Журнал для акционеров - М., 1999.-N 9.- С. 42-44.
- Бранд Л., Бахар Р. Корпоративные дефолты: будет ли хуже, прежде чем станет лучше? //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 4.- С. 100-104.
- Быков А. Управление корпоративными финансами требует полного комплекса услуг //Банковское дело в Москве - М., 2000.-N 12.- С. 44-46.
- Вайн С., Храпченко Л. Индексируемые облигации: возможности выбора //Рынок ценных бумаг - М., 2000.-N 19.- №. 41-43.
- Васильев Д. Корпоративное управление в России: есть шанс для улучшений?: Выступление на семинаре "Инвестиционный климат и экономическая стратегия России", организованном Высшей школой экономики совместно с Центром стратегических разработок при участии МВФ и Всемирного банка (апрель 2000 г.) //Инвестиции в России.-М., 2000.-N 9.- С. 3-13, 47-48.
- Виноградова А. Актуальные вопросы реорганизации предприятий //Налоги - М., 1998.-N 22.- С. 10; N 23.- С. 11.
- Влияние инвестиций на состояние фирмы //Рынок ценных бумаг - М., 1998.- N 19-20.- С. 23-25.
- Войтова Т. Л. Бухгалтерский учет акций и облигаций, используемых в хозяйственной деятельности организаций //Налоговый вестник.-М., 1999.-N 3.- С. 64-70.
- Волков Д. Стратегия - вторичный рынок корпоративных облигаций //Банковское дело в Москве - М., 2001.-N 5.- С. 26-28.
- Волков Д., Ивакин Д. Облигации с обеспечением: оптимальные схемы для работы в России //Рынок ценных бумаг.-2003.-Ноябрь.-N 21.-С.30-35.
- Гасанов И., Ерешко А. Оптимальное управление портфелем дисконтных облигаций //Рынок ценных бумаг.-М., 2001.-N 14.- С. 58-61.

- Где найти андеррайтера? Интервью с вице-президентом Тюменской нефтяной компании О. Сурковым // Рынок ценных бумаг. – М., 2000. – №13. – с.74-76.
- Голованов А., Звягин А. Кредитный рейтинг: реальность и перспективы //Рынок ценных бумаг - М., 1998.-N 13.- С. 38-42.
- Голубков А. Облигации (Правовой аспект)//Хозяйство и право - М., 1997.-N 3.- С. 26-32; N 4.- С. 36-49.
- Гончаренко Л.И., Новиков Д.Ю. Вопросы теории и практики налогообложения ценных бумаг //Финансы - М., 1999.- N 2.- С. 25-28.
- Гончаров А. Финансовый консультант на российском фондовом рынке //Рынок ценных бумаг - М., 1996.- N 1. - С. 26-28.
- Горбунова Е. Выпуск облигаций открывает новые возможности: Интервью с зам. генерального директора ЗАО "ОМК" //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Август. - N 16. - С.14-16.
- Гороховская О. Информация о СИБУРе как детонатор доходности корпоративных облигаций //Рынок ценных бумаг. - М., 2001. - Ноябрь. - N 22. - С. 21-24.
- Гришанков Д. , Красникова М. В ожидании длинных денег. Участники рынка корпоративных облигаций не исключают, что в ближайшие два года рынок вырастет раз в десять //Эксперт. - М., 2002. - 27 мая. - N 20. - С.64-68.
- Гришин Д. Борьба за выживание. Корпоративные облигации или векселя? //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Апрель. - N 7. - С.65-66.
- Гришин П. Мировой опыт классификации корпоративных облигаций/ П. Гришин, В.Петров, А. Порхун //Рынок ценных бумаг.-2003.-Апрель.-N 8.-С.42-45.
- Гусаков В. К истории появления российских корпоративных облигаций //Рынок ценных бумаг - М., 1999.- N 18.- С. 6-7.
- Демидов Н. Европейский рынок корпоративных облигаций: уроки для российского финансового рынка //Рынок ценных бумаг - М., 2000.-N 22.-С. 31-33.
- Дирочка А.А., Меньшиков И.С. Доходность и дюрация портфеля облигаций //Математическое моделирование - М., 2000.-N 8.- С. 93-106.
- Есаулкова Т. Выпуск и размещение корпоративных облигаций на примере компании "ЛУКОЙЛ" // Рынок ценных бумаг. – М., 2000. - №8. – с.76-79.
- Зак М. Рынок корпоративных облигаций: куда идут деньги? //Рынок ценных бумаг.-2003.- Июль.- N 13.-С.34-36.
- Звягинцев А., Ивантер Д., Костиков И. Как оценить эффективность торговых операций эмитента облигаций //Рынок ценных бумаг.-М., 1997.- N 18.- С. 110-111.
- Звягинцев А., Карпович Е., Костинов И. Эффективность инвестирования в облигации с фиксированным купоном //Рынок ценных бумаг - М., 1997.-N 20.- С. 99-100.
- Зенкин С. Андеррайтеру нужен устойчивый рынок //Рынок ценных бумаг - М., 1998.- N 10.- С. 15-18.
- Зольдин Е., Наумов М. Купонные облигации: как выбрать лучшие //Рынок ценных бумаг - М.,1996.-N 24.- С. 26-27.
- Ивочкин А. Корпорации на облигационном рынке: Корпоративные облигации: развитие в 2001 году и сценарии на 2002 год //Финансы России. - М., 2002. - N 3. - С.28-30.
- Ичкитидзе Ю. Риски инвестирования в облигации С.-Петербурга: Аналитическое исследование //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 9.- С. 43-45.
- Капелинский Ю. И. Теоретические аспекты финансового инжиниринга с использованием ценных бумаг //Вестник Финансовой академии.- М., 1999.- N 2.- С. 65-73; Банковские услуги - М., 1999.- N 1.- С. 10-14.
- Каплунова А. Налогообложение операций с корпоративными облигациями // Рынок ценных бумаг - М., 2000.- N 1.- С. 43-44.
- Кафиев Ю. Корпоративные облигации - что приживется из мирового опыта? //Рынок ценных бумаг - М., 1999.- N 21.- С. 18-22.

- Колесников А. Коммерческие банки доминируют на рынке корпоративных облигаций //Финансист. - М., 2002. - N 5. - С.14-16.
- Корпоративные долги: рынок смещается к рублевым инструментам: Мнения специалистов //Рынок ценных бумаг - М., 2000.-N 22.- С. 14-17.
- Корпоративные заимствования: надежность эмитента выходит на первый план: Мнения специалистов //Рынок ценных бумаг. - М., 2001.- N 16.-С. 7-9.
- Корпоративные облигации. Шаг вперед: Мнения специалистов //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Май. - N 10. - С. 28-32.
- Корчагин А. Облигационная пружина. Корпоративные облигации бьют фондовый рынок //Деловые люди - М., 2001.- Май.- N 122.- С. 30-31.
- Корчагин А. Повышение ликвидности корпоративных ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. - М., 2000. - №8. - с.83-86.
- Кравченко В., Кременчуцкая Т. Корпоративные облигации российских эмитентов //Рынок ценных бумаг - М., 1998.- N 2.- С. 33-36.
- Краев А. О. Формирование оптимальных параметров корпоративного облигационного займа /А.О. Краев, И.Н. Кольков, П.Ю. Малеев //Финансы. - М., 2001. - N 12. - С.18-21.
- Красников Г. Облигации "Микрона" пошли. На очереди - концерн //Банковское дело в Москве. - М., 2002. - N 6. - С.20-21.
- Кузьяев С. Уралсвязьинформу нравятся облигации: Интервью с зам. генерального директора ОАО "Уралсвязьинформ" //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Октябрь. - N 20. - С.41-43.
- Лазорина Е. Особенности налогообложения корпоративных облигаций //Банковское дело в Москве - М., 2001.-N 5.- С. 51-52.
- Линч К. 2002-й - год корпоративных облигаций, 2003-й - год IPO: Интервью с исполнительным директором по инвестиционно-банковскому бизнесу финансовой корпорации "НИКойл" //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Март. - N 5. - С.60-62.
- Лосев С. Корпоративное управление: качество определяет выбор //Экономика и жизнь - М., 2001. -N 22.- С. 27.
- Лосев С. Организация выпуска ипотечных облигаций //Рынок ценных бумаг - М., 1999.- N 19.- С. 71-73.
- Лукашин Ю. Как правильно покупать и выпускать облигации //Финансист - М., 1996.- 19-25 февраля.- N 6.- С. 10-14.
- Лукашин Ю. П., Пашвыкин С. Финансовые расчеты на рынке облигаций //Мировая экономика и международные отношения - М., 1997.- N 4.-С. 66-76.
- Лялин С. Инвестиционные банки на рынке корпоративных облигаций //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 10.- С. 25-29
- Лялин С. Корпоративные облигации: за и против //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 1.- С. 59-61.
- Лялин С. Перспективы развития российского рынка корпоративных облигаций //Финансовый бизнес.- М., 1999.- N 11.- С. 24-31.
- Лялин С. Рынки корпоративных облигаций в странах СНГ //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Июнь. - N 12. - С.35-38. Лялин С., Лиджиев К. Рынок облигаций: что год грядущий нам готовит? //Рынок ценных бумаг.-2003.-Ноябрь.-N 21.-С.14-20.
- Ляшков А. Номинальный держатель на рынке корпоративных ценных бумаг //Рынок ценных бумаг - М., 1997.-N 4.- С. 80-82; N 5.- С. 38-40.
- Макеев А. Коммерческие бумаги: векселя или облигации? //Рынок ценных бумаг.-2003.- Апрель.- N 7.-С.23-27.
- Малиновский В. Возможные последствия одного или серии дефолтов на российском рынке облигаций //Рынок ценных бумаг.-2003.-Апрель.-N 8.-С.52-53.
- Малиновский В. Размещения корпоративных облигаций: влияние на вторичный рынок //Рынок ценных бумаг.-2003.-Ноябрь.-N 21.-С.28-29.

- Мамай П. Облигации ООО "Русский Стандарт - Финанс" - российский дебют обеспечения активами //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Сентябрь. - N 17. - С.36-40.
- Мануян А. Облигационный бум. Россияне уже купили корпоративных облигаций на два миллиарда долларов и продолжают покупать //Эксперт - М., 2001.-26 февраля.- N 8.- С. 22.
- Мелешко А. Корпоративные облигации - новый этап в развитии компании: Интервью с зам. главного директора ОАО "Российская инновационная топливно- энергетическая компания" // Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 7.- С. 59-61.
- Мельников В. Организация и размещение облигационных займов //Банковское дело в Москве - М., 2001.-N 5.- С. 22-23.
- Мельникова Е. Рынок облигационных займов //Банковское дело.- М., 2000.- N 1.- С. 8-13.
- Митин Б.М. Выпуск корпоративных облигаций: налоговые и бухгалтерские аспекты //Российский налоговый курьер.-2003.-Декабрь.-N 23.-С.40-45.
- Мунаян А. До предела не доводи. Быстрорастущий российский рынок корпоративных облигаций сегодня требует серьезного риск-менеджмента //Эксперт. - М., 2002. - 3 июня. - N 21. - С.26-33.
- Нечаев В. Облигации со встроенной офертой погашения //Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 16. - С. 14-19.
- Нечаев В.В. Некоторые вопросы моделирования выпуска дисконтных облигаций со встроенной офертой погашения //Финансовый менеджмент. - 2003. - N 1. - С.75-85.
- Новиков В. Шанс для солидных компаний. Корпоративные облигации //Экономика и жизнь. - М., 2002. - N 3. - С.4.
- Новожилов А. Актуальные правовые проблемы выпуска и размещения облигаций //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Апрель. - N 8. - С.39-42.
- Обозинцев А. Корпоративные и банковские облигации в России //Рынок ценных бумаг.- М.,2001.-N 10.- С. 22-24.
- Овчинников А. , Аракелян А. Золотая осень рынка облигаций //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Октябрь. - N 120 - С. 36-40.
- Окулов В. Оценка стоимости и рискованности облигаций с неопределенным переменным купоном //Рынок ценных бумаг. - М., 2001.-N 10.- С. 78-80.
- Опыт по оценке кредитного риска российских корпоративных облигаций/ А.Васильченко, В.Дикушин, С.Свиридов, А.Игнатов //Рынок ценных бумаг.-2003.-Ноябрь.-N 21.-С.45-47.
- Орехов И. Есть ли будущее у корпоративных облигаций? //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - N 1. - С. 47-49.
- Павлов О. Вымпелком: опыт комбинированного размещения акций и конвертируемых облигаций //Рынок ценных бумаг.-М., 2000.-N 22.- С. 34-38.
- Пекарская Ю., Федоров К. Корпоративные облигации на рынке жилья //Рынок ценных бумаг. - М., 2001. - N 19. - С. 76-78.
- Петров В. Сравнительный анализ российского и украинского рынков корпоративных облигаций /В. Петров, П. Гришин, О. Петрова //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Июль. - N 13. - С.75-79.
- Рабинович А. Операции с корпоративными облигациями: особенности учета и налогообложения //Экономика и жизнь. Бухгалтерское приложение. - М., 2001.-N 10. - С. 7-14.
- Радченко С. Конвертируемые облигации как средство привлечения капитала //Рынок ценных бумаг - М., 1998.-N 2.- С. 42-45.
- Рынок корпоративных облигаций: всплеск первичных размещений при отсутствии вторичной торговли: Мнения специалистов //Рынок ценных бумаг.- М., 2001.-N 4.- С. 14-16.
- Рынок облигаций: перспективен, но неликвиден: Мнения специалистов //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Февраль. - N 4. - С.8-13.

- Сединкин Е. Опционный подход: как удешевить средства, привлекаемые посредством облигационного займа //Рынок ценных бумаг.-2003.-Октябрь.-N 19.-С.31-35.
- Семканов А. Динамичное развитие облигационных заимствований - дело времени //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Апрель. - N 8. - С. 43-46.
- Сизов Ю. Корпоративные облигации с бюджетным участием //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Апрель. - N 7. - С.29-32.
- Ситникова Е. Рейтинг эмитентов корпоративных облигаций //Компания. - М., 2001. - 24 сентября. - N 36. - С. 42-45.
- Суверов С., Третьяков А. Ценообразование и ликвидность рынка корпоративных облигаций // Рынок ценных бумаг - М., 2001.-N 10.- С. 20-21.
- Сурков О. Рынок корпоративных облигаций как реальная альтернатива государственным ценным бумагам //Рынок ценных бумаг.- М., 2001.-N 6.-С. 102-103.
- Филимошин П. Обеспечение исполнения обязательств по облигациям //Журнал для акционеров - I., 2000.-N 9.- № 27-32.
- Филимошин П. Облигации //Журнал для акционеров - М., 1999.- N 11.- С. 40-45.
- Храпченко Л. Как правильно структурировать облигационный заем // Индикатор. – 2002. – № 4(44). – С. 29-31.
- Храпченко Л. Корпоративные облигации: текущая ситуация и перспективы развития //Рынок ценных бумаг. - М., 2001.-N 4.- С. 17-19.
- Храпченко Л., Гороховская О. Корпоративные облигации: возможности для эмитентов и инвесторов //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Апрель. – N 7. - С. 52-56.
- Цацын Н. Корпоративные облигации //Финансовый бизнес - М., 2001.-N 1.- С. 35-39.
- Шапран В. Будущее рынка корпоративных облигаций Украины //Рынок ценных бумаг.- 2003. - Сентябрь. - N 17.-С.48-51.
- Шаронов А., Тяжелников О. Проблемы выпуска облигаций средними банками //Рынок ценных бумаг.-2003.-Сентябрь.-N 17.-С.26-29.
- Юдин А. Рынок корпоративных облигаций в Узбекистане //Рынок ценных бумаг. - М., 2002. - Сентябрь. - N 17. - С. 59-61.

Приложение 1

**Корпоративные облигации, находящиеся в обращении
(на 31 марта 2004 г.)**

В список вошли выпуски корпоративных облигаций, находящихся на обслуживании в Национальном депозитарном центре на 31 марта 2004 г. (с обязательным централизованным хранением в НДЦ, с датой погашения позднее 01.04.04)

П/п	Краткое официальное наименование эмитента облигаций	Государственный регистрационный номер и дата регистрации выпуска	Объем выпуска/Объем транша (при обращении выпуска траншами), рубли	Дата погашения	Депозитарный код НДЦ	Торговый код ММВБ	Уровень листинга
1	"Мастер-Банк" (ОАО)	40102176В	500 000 000	07-июн-05	RU0008731203	RU0008731203	
2	"НОМОС-БАНК"	40202209В	800 000 000	16-авг-07	RU0008456942	RU0008456942	Лист А 1 уровень
3	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-09-40046-Н	500 000 000	17-фев-05	RU0008461595	RU0008461595	Лист А 1 уровень
4	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-12-40046-Н	125 000 000	12-апр-04	RU0008541339	RU0008541339	
5	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-13-40046-Н	125 000 000	12-июл-04	RU0008541354	RU0008541354	
6	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-14-40046-Н	125 000 000	11-окт-04	RU0008541388	RU0008541388	
7	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-15-40046-Н	125 000 000	10-январь-05	RU0008541412	RU0008541412	
8	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-16-40046-Н	125 000 000	11-апр-05	RU0008541446	RU0008541446	
9	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-17-40046-Н	125 000 000	11-июл-05	RU0008541487	RU0008541487	
10	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-18-40046-Н	125 000 000	10-окт-05	RU0008541495	RU0008541495	
11	АК "АЛРОСА" (ЗАО)	4-19-40046-Н	3 000 000 000	23-окт-05	RU0001552622	RU0001552622	Лист А 1 уровень
12	АКБ "Инвестторгбанк" (ЗАО)	40102763В	300 000 000	29-сен-05	RU0009091946	RU0009091946	Внесписочные
13	АКБ "Кредиттраст"	40102993В	500 000 000	29-май-05	RU0008487913	RU0008487913	Внесписочные
14	АКБ "Пробизнесбанк"	40102412В	500 000 000	14-май-05	RU0008155908	RU0008155908	Внесписочные
15	АКБ "Промсвязьбанк" (ЗАО)	40103251В	400 000 000	13-ноя-04	RU0001987620	RU0001987620	Лист Б
16	АКБ "Промэксимбанк"	40102847В	200 000 000	12-сен-06	RU0009064364	RU0009064364	Внесписочные
17	АКБ "СОЮЗОБЩЕМАШБАНК" (ОАО)	40103162В	200 000 000	10-январь-06	RU0005880987	RU0005880987	Внесписочные
18	ВБРР	40103287В	575 000 000	11-окт-09	RU0007489621	RU0007489621	Лист Б
19	ЗАО "Группа предприятий "ОСТ"	4-01-13709-Н	800 000 000	19-июл-05	RU0009703672	RU0009703672	Внесписочные
20	ЗАО "Балтимор-Нева"	4-01-11670-Н	500 000 000	05-сен-06	RU0009035265	RU0009035265	Внесписочные
21	ЗАО "Банк Русский Стандарт"	40102289В	500 000 000	29-окт-04	RU0007766127	RU0007766127	Лист Б
22	ЗАО "Банк Русский Стандарт"	40202289В	1 000 000 000	14-июн-06	RU0008779764	RU0008779764	Внесписочные
23	ЗАО "БФА"	4-01-00285-Н	2 000 000 000	14-фев-06	В-BAFA/01	RU22BAFA1001	
24	ЗАО "ГОТЭК"	4-01-60237-Н	550 000 000	06-июн-06	RU0008731393	RU0008731393	Внесписочные
25	ЗАО "ИНВЕСТ-ИНКОР"	4-01-22868-Н	78 711 000	26-дек-05	В-ININ/01-01	RU22ININ1001	Лист Б
26	ЗАО "ИНВЕСТ-ИНКОР"	4-01-22868-Н	371 289 000	21-январь-06	В-ININ/01-02	RU22ININ1027	Лист Б

27	ЗАО "ИНКОР-ФИНАНС"	4-01-23175-Н	100 000	03-апр-06	В-INFI/01-02	RU22INFI1027	
28	ЗАО "ИНКОР-ФИНАНС"	4-01-23175-Н	649 890 000	28-июн-06	В-INFI/01-03	RU22INFI1035	Внесписочные
29	ЗАО "ИНКОР-ФИНАНС"	4-01-23175-Н	10 000	15-мар-06	В-INFI/01-01	RU22INFI1001	
30	ЗАО "ИНТЕКО"	4-01-05669-Н	1 200 000 000	15-фев-07	RU000A0AVHK4	RU000A0AVHK4	
31	ЗАО "ИС-лизинг"	4-01-01780-Р	15 000 000	04-июн-05	RU0008487400	RU0008487400	
32	ЗАО "ИС-лизинг"	4-02-01780-Р	15 000 000	03-сен-05	RU0009042808	RU0009042808	
33	ЗАО "ИС-лизинг"	4-03-01780-Р	20 000 000	26-ноя-05	RU0008158126	RU0008158126	
34	ЗАО "ИСТ ЛАЙН ХЭНДЛИНГ"	4-01-06006-Н	1 000 000 000	23-июн-05	RU0008815543	RU0008815543	Внесписочные
35	ЗАО "Карат"	4-01-28395-Н	60 000 000	18-мар-06	RU0009072169	RU0009072169	
36	ЗАО "Кремний"	4-01-40603-Н	284 159 000	11-январь-05	В-KRMN/01-01	RU22KRMN1205	
37	ЗАО "Кремний"	4-01-40603-Н	1 000	14-мар-05	В-KRMN/01-02	RU22KRMN1221	
38	ЗАО "Микояновский"	4-01-15018-Н	1 000 000 000	18-сен-06	RU0009071393	RU0009071393	Внесписочные
39	ЗАО "НОВЫЕ ЧЕРЕМУШКИ"	4-01-01021-Н	200 000 000	11-май-05	RU0008449111	RU0008449111	Внесписочные
40	ЗАО "Орликов-5"	4-01-00979-Н	450 000 000	19-ноя-05	В-ORLI/01-01	RU22ORLI1001	Внесписочные
41	ЗАО "Осташковский кожевенный завод"	4-01-11593-Н	20 000 000	06-сен-06	RU0009081822		
42	ЗАО "Разгуляй-Центр"	4-01-00030-Н	1 000 000 000	05-июн-06	RU0008487418	RU0008487418	Внесписочные
43	ЗАО "Сальмон Интернешнл"	4-01-07528-Н	100 000 000	01-авг-04	RU0008100847	RU0008100847	Внесписочные
44	ЗАО "Северный город"	4-01-05984-Л	50 000 000	04-ноя-04	RU0001245631	RU0001245631	Лист Б
45	ЗАО "СЗЛК"	4-01-01547-Л	300 000 000	13-июль-06	RU0009700553	RU0009700553	
46	ЗАО "СМАРТС"	4-01-00317-Р	275 000 000	21-ноя-05	RU0002260464	RU0002260464	Лист Б
47	ЗАО "СМАРТС"	4-02-00317-Р	500 000 000	26-июн-07	RU0008833827	RU0008833827	Внесписочные
48	ЗАО "ТМК"	4-01-29031-Н	2 000 000 000	20-окт-06	RU0008000443	RU0008000443	Внесписочные
49	ЗАО АКБ "МИБ"	40102788В	300 000 000	27-сен-04	RU0009575864	RU0009575864	Внесписочные
50	ЗАО МОФ "Парижская коммуна"	4-01-06765-Н	200 000 000	03-июн-05	RU0008586870	RU0008586870	Внесписочные
51	КБ "ЛОКО-Банк" (ООО)	40102707В	250 000 000	13-окт-04	RU0001537839	RU0001537839	Лист Б
52	КБ "МИА" (ОАО)	40103344В	1 980 000 000	20-сен-12	RU0001737595	RU0001737595	Лист Б
53	КМБ-Банк	40102216В	280 000 000	20-окт-05	RU0001180440	RU0001180440	Лист Б
54	Корпорация "ИРКУТ"	4-02-00040-А	1 500 000 000	02-ноя-05	RU0001245706	RU0001245706	Лист А 2 уровень
55	Международный Московский Банк	40100001В	1 000 000 000	13-фев-07	RU000A0AV978	RU000A0AV978	
56	ОАО "Альянс "Русский Текстиль"	4-01-05331-А	500 000 000	12-сен-06	RU0009060909	RU0009060909	Внесписочные
57	ОАО "ВТЗ"	4-01-32752-Е	500 000 000	16-май-04	RU0008573555	RU0008573555	Лист Б
58	ОАО "Авиакомпания "Самара"	4-01-00418-Е	350 000 000	08-мар-07	RU000A0AWN5	RU000A0AWN5	
59	ОАО "АВТОВАЗ"	4-02-00002-А	3 000 000 000	13-авг-08	RU000A0AVHH0	RU000A0AVHH0	Внесписочные
60	ОАО "АИЖК"	4-01-00739-А	1 070 000 000	01-дек-08	RU0008434147	RU0008434147	Лист Б
61	ОАО "АИКБ "Татфондбанк"	40103058В	500 000 000	14-май-04	RU0005162295	RU0005162295	Лист Б

62	ОАО "АК "Транснефтепродукт"	4-01-00745-А	1 000 000 000	10-май-06	RU0009842520	RU0009842520	Внесписочные
63	ОАО "АК "Якутскэнерго"	4-01-00304-А	400 000 000	31-авг-06	RU0009040885	RU0009040885	
64	ОАО "Акрон"	4-01-00207-А	600 000 000	01-ноя-05	RU0008097886	RU0008097886	Внесписочные
65	ОАО "Алтайэнерго"	4-01-10126-Е	600 000 000	05-авг-05	RU0009850739	RU0009850739	Внесписочные
66	ОАО "Башинформсвязь"	4-06-00011-А	150 000 000	23-окт-05	RU0001552630	RU0001552630	Лист А 2 уровень
67	ОАО "Башкирэнерго"	4-01-00012-А	500 000 000	11-сен-05	RU0009101901	RU0009101901	Лист Б
68	ОАО "Башкирэнерго"	4-02-00012-А	500 000 000	22-фев-07	RU000A0AVQ29	RU000A0AVQ29	
69	ОАО "ВАЗ"	4-01-45123-Е	300 000 000	15-мар-07	RU000A0AXBC0	RU000A0AXBC0	
70	ОАО "ВБД ИП"	4-01-06005-А	1 500 000 000	11-апр-06	RU0008434238	RU0008434238	Внесписочные
71	ОАО "Виллойская ГЭС-3"	4-01-20836-Е	500 000 000	15-апр-04	RU0008552179	RU0008552179	Внесписочные
72	ОАО "ВМЗ"	4-01-10041-Е	1 000 000 000	31-авг-05	RU0008799234	RU0008799234	Лист А 2 уровень
73	ОАО "Волга"	4-01-00020-А	1 500 000 000	13-мар-07	RU000A0AW679	RU000A0AW679	
74	ОАО "ВолгаТелеком"	4-43-00137-А	1 000 000 000	21-фев-06	RU0007757472	RU0007757472	Лист Б
75	ОАО "Газпром"	4-02-00028-А	5 000 000 000	03-ноя-05	RU0002260183	RU0002260183	Лист А 1 уровень
76	ОАО "Газпром"	4-03-00028-А	10 000 000 000	18-январь-07	RU000A0AU5Z9	RU000A0AU5Z9	Лист А 1 уровень
77	ОАО "ГТ-ГЭЦ Энерго"	4-02-50012-А	1 500 000 000	22-июнь-06	RU0008833835	RU0008833835	Внесписочные
78	ОАО "Дальсвязь"	4-09-30166-Е	1 000 000 000	15-ноя-06	RU0008167713	RU0008167713	Внесписочные
79	ОАО "ИжАвто"	4-01-55016-Е	1 200 000 000	14-мар-07	RU000A0AW9U0	RU000A0AW9U0	
80	ОАО "ИМПЭКСБАНК"	40102291В	300 000 000	13-дек-04	RU0003935882	RU0003935882	Внесписочные
81	ОАО "ИНТЕРУРАЛ"	4-01-02410-Н	822 370 000	10-июль-04	В-INUR/01-01	RU22INUR1001	Внесписочные
82	ОАО "ИНТЕРУРАЛ"	4-01-02410-Н	85 002 000	29-авг-04	В-INUR/01-02	RU22INUR2009	Внесписочные
83	ОАО "ИНТЕРУРАЛ"	4-01-02410-Н	267 178 000	08-окт-04	В-INUR/01-03	RU22INUR3007	Внесписочные
84	ОАО "Концерн "Ижмаш"	4-01-30522-Д	600 000 000	08-июнь-04	RU0003880096	RU0003880096	Внесписочные
85	ОАО "Красный Октябрь"	4-01-00060-А	300 000 000	15-апр-05	RU0008433586	RU0008433586	Внесписочные
86	ОАО "Криогенмаш"	4-01-06478-А	300 000 000	19-май-05	RU0006569423	RU0006569423	Внесписочные
87	ОАО "Кристалл финанс"	4-01-07935-А	500 000 000	08-фев-07	RU0008035696	RU0008035696	Внесписочные
88	ОАО "ЛМЗ "Свободный Сокол"	4-01-40740-А	350 000 000	09-дек-04	RU0003736546	RU0003736546	Лист Б
89	ОАО "ЛМК"	4-01-01328-А	500 000 000	29-окт-04	RU0007762654	RU0007762654	Лист Б
90	ОАО "ЛОМО"	4-02-00074-А	700 000 000	11-июль-06	RU0009034052	RU0009034052	Внесписочные
91	ОАО "Международный аэропорт "Внуково"	4-01-06784-А	160 000 000	11-фев-05	RU0007571485	RU0007571485	Внесписочные
92	ОАО "Международный аэропорт "Внуково"	4-02-06784-А	160 000 000	15-июнь-05	RU0008778709	RU0008778709	
93	ОАО "Мечел"	4-01-00080-А	1 000 000 000	31-январь-06	RU0006325537	RU0006325537	Лист Б
94	ОАО "ММК"	4-17-00078-А	900 000 000	18-апр-05	RU0008424858	RU0008424858	Лист А 1 уровень
95	ОАО "МНПО "Полиметалл"	4-01-00412-Д	750 000 000	21-мар-06	RU0008415815	RU0008415815	Внесписочные
96	ОАО "Морион"	4-03-30493-Д	100 000 000	09-фев-05	RU0007527206	RU0007527206	Внесписочные

97	ОАО "НАК "Азот"	4-01-00204-A	1 000 000 000	09-дек-04	RU0003877472	RU0003877472	Лист Б
98	ОАО "Невинномысский Азот"	4-01-00092-A	800 000 000	20-май-04	RU0008575402	RU0008575402	Лист Б
99	ОАО "Нижнекамскнефтехим" (НКНХ)	4-02-00096-A	1 500 000 000	24-май-05	RU0008578778	RU0008578778	Внесписочные
100	ОАО "Нижнекамскнефтехим" (НКНХ)	4-03-00096-A	2 000 000 000	01-сен-07	RU0009043020	RU0009043020	Внесписочные
101	ОАО "НИИМЭ и Микрон"	4-02-00601-A	300 000 000	06-январь-05	RU0009042790	RU0009042790	Внесписочные
102	ОАО "НОК"	4-01-11081-F	100 000 000	01-дек-04	RU000A0AB5S7		
103	ОАО "НПО "Молния"	4-01-05660-A	19 990 000	31-дек-04	RU0009044093		
104	ОАО "Парнас-М"	4-01-01455-J	500 000 000	15-мар-06	RU0008248828	RU0008248828	Лист Б
105	ОАО "Первая Ипотечная Компания"	4-04-01556-A	750 000 000	29-июнь-05	RU0008967625	RU0008967625	Лист Б
106	ОАО "ПЭФ "Союз"	4-01-01691-A	300 000 000	09-окт-07	RU0009167837	RU0009167837	Внесписочные
107	ОАО "РИТЭК"	4-03-00019-F	700 000 000	09-ноя-04	RU0007779161	RU0007779161	Внесписочные
108	ОАО "РТК-ЛИЗИНГ"	4-03-01154-H	1 500 000 000	04-ноя-04	RU0001245474	RU0001245474	Лист Б
109	ОАО "Русспрод"	4-03-01306-A	350 000 000	01-июнь-05	RU0008487988	RU0008487988	
110	ОАО "Салаватнефтеоргсинтез"	4-01-30120-D	300 000 000	13-фев-06	RU0007483939	RU0007483939	Внесписочные
111	ОАО "Свердловэнерго"	4-01-00135-A	500 000 000	01-мар-07	RU000A0AWJ76	RU000A0AWJ76	
112	ОАО "Северсталь"	4-01-00143-A	3 000 000 000	28-июнь-07	RU0008961107	RU0008961107	Внесписочные
113	ОАО "Северсталь-авто"	4-01-02461-D	1 500 000 000	21-январь-10	RU000A0AU608	RU000A0AU608	Внесписочные
114	ОАО "Седьмой Континент"	4-01-00462-H	300 000 000	10-сен-04	RU0009070742	RU0009070742	Внесписочные
115	ОАО "СЗТ"	4-01-00119-A	300 000 000	09-апр-04	RU0008538145	RU0008538145	Лист Б
116	ОАО "СЗТ"	4-02-00119-A	1 500 000 000	03-окт-07	RU0009153738	RU0009153738	Внесписочные
117	ОАО "Сибирьтелеком"	4-03-00195-A	1 530 000 000	14-июль-06	RU0009701239	RU0009701239	Внесписочные
118	ОАО "Система Финанс"	4-01-07463-A	1 200 000 000	02-ноя-04	RU0001245482	RU0001245482	Лист Б
119	ОАО "Система Финанс"	4-02-07463-A	2 000 000 000	20-июль-06	RU0009705842	RU0009705842	
120	ОАО "СТЗ"	4-01-00142-A	600 000 000	27-май-04	RU0008582762	RU0008582762	Лист Б
121	ОАО "СУЭК"	4-01-04900-A	600 000 000	28-окт-04	RU0001231870	RU0001231870	Лист Б
122	ОАО "СУЭК"	4-02-04900-A	1 000 000 000	15-фев-07	RU000A0AVH95	RU000A0AVH95	
123	ОАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина	4-02-00161-A	100 000 000	23-апр-04	RU0008550132	RU0008550132	Внесписочные
124	ОАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина	4-03-00161-A	1 500 000 000	01-июль-06	RU0008909171	RU0008909171	Внесписочные
125	ОАО "ТВЗ"	4-01-02598-A	750 000 000	10-окт-06	RU0009171227	RU0009171227	Внесписочные
126	ОАО "ТНК"	4-01-00168-A	1 157 075 000	23-июль-04	B-TNCO/01-01	RU22TNCO1219	Внесписочные
127	ОАО "ТНК"	4-01-00168-A	1 342 925 000	05-сен-04	B-TNCO/01-02	RU22TNCO1210	Внесписочные
128	ОАО "ТНК"	4-02-00168-A	1 307 339 000	08-дек-04	B-TNCO/02-01	RU22TNCO2019	Внесписочные
129	ОАО "ТНК"	4-02-00168-A	1 192 661 000	18-январь-05	B-TNCO/02-02	RU22TNCO2027	
130	ОАО "ТНК"	4-04-00168-A	3 000 000 000	27-мар-05	B-TNCO/04-01	RU22TNCO4007	Лист А 1 уровень

131	ОАО "ТНК"	4-05-00168-A	3 000 000 000	28-ноя-06	RU0008253075	RU0008253075	Лист А 1 уровень
132	ОАО "Тулачермет"	4-01-02072-A	7 000	09-апр-04	B-TCHM/01-04	RU22TCHM1043	Внесписочные
133	ОАО "Тюменьэнерго"	4-01-00159-F	258 677 000	16-апр-04	B-TUEN/01-02	RU22TUEN1029	
134	ОАО "Уралсвязьинформ"	4-06-00175-A	3 000 000 000	18-июл-06	RU0009704761	RU0009704761	Лист А 1 уровень
135	ОАО "Уралсвязьинформ"	4-106-00175-A	1 000 000 000	06-авг-05	RU0008796651	RU0008796651	Лист А 1 уровень
136	ОАО "Центральный Телеграф"	4-01-02012-A	500 000 000	22-авг-06	RU0009034011	RU0009034011	Внесписочные
137	ОАО "ЦентрТелеком"	4-02-00194-A	600 000 000	21-апр-05	RU0008628417	RU0008628417	Лист Б
138	ОАО "ЦентрТелеком"	4-18-00194-A	2 000 000 000	15-сен-06	RU0009065031	RU0009065031	Внесписочные
139	ОАО "ЭФКО"	4-01-41166-A	800 000 000	05-сен-06	RU0009050165	RU0009050165	Внесписочные
140	ОАО "ЮТК"	4-05-00062-A	1 500 000 000	14-сен-06	RU0009071088	RU0009071088	Внесписочные
141	ОАО "ЮТК"	4-06-00062-A	1 500 000 000	07-фев-07	RU000A0AUUT0	RU000A0AUUT0	Внесписочные
142	ОАО Агентство "Роспечать"	4-01-01699-A	450 000 000	14-дек-06	RU000A0AB921	RU000A0AB921	Внесписочные
143	ОАО АКБ "РОСБАНК"	40102272B	3 000 000 000	15-фев-09	RU000A0AUPD4	RU000A0AUPD4	Внесписочные
144	ОАО Банк "Петрокоммерц"	40101776B	1 000 000 000	16-мар-06	RU0008248836	RU0008248836	Внесписочные
145	ОАО Банк ЗЕНИТ	40103255B	1 000 000 000	24-мар-07	RU000A0AXJK6	RU000A0AXJK6	
146	ОАО Внешторгбанк	40101000B	1 000 000 000	23-апр-04	RU0008549761	RU0008549761	Лист Б
147	ОАО Внешторгбанк	40201000B	2 000 000 000	22-фев-06	RU0007757621	RU0007757621	Лист Б
148	ОАО Внешторгбанк	40301000B	5 000 000 000	19-мар-09	RU000A0AXJM2	RU000A0AXJM2	
149	ОАО КБ "Эллипс банк"	40101950B	50 000 000	19-апр-04	RU0008436233	RU0008436233	Внесписочные
150	ОАО МГТС	4-02-00083-A	1 000 000 000	12-ноя-04	RU0007779179	RU0007779179	Лист А 1 уровень
151	ОАО МГТС	4-03-00083-A	1 000 000 000	08-фев-05	RU0006325545	RU0006325545	Лист А 1 уровень
152	ОАО Объединенные заводы	4-04-30174-D	900 000 000	26-фев-09	RU0007773073	RU0007773073	Лист А 1 уровень
153	ОАО ПК "Витязь"	4-01-01434-E	50 000 000	24-ноя-05	RU0008182365	RU0008182365	Внесписочные
154	ООО "АЛЬФАФИНАНС"	4-01-36009-R	1 000 000 000	08-июн-07	RU0008594395	RU0008594395	Лист Б
155	ООО "Альфа-Эко М"	4-01-36013-R	800 000 000	19-окт-04	RU0001552069	RU0001552069	Лист Б
156	ООО "АМТЕЛШИНПРОМ"	4-01-36017-R	600 000 000	23-дек-05	RU0004047802	RU0004047802	Внесписочные
157	ООО "АПК ПРОвиант"	4-01-35050-R	500 000 000	08-мар-07	RU000A0AWLS7	RU000A0AWLS7	
158	ООО "АЦБК-Инвест"	4-01-36039-R	500 000 000	07-сен-06	RU0009056956	RU0009056956	Внесписочные
159	ООО "ВИНАП-ИНВЕСТ"	4-01-36034-R	400 000 000	15-авг-06	RU0009009732	RU0009009732	Внесписочные
160	ООО "Вымпелком Финанс"	4-01-36025-R	3 000 000 000	16-май-06	RU0005258770	RU0005258770	Лист Б
161	ООО "Джей Эф Си Интернешнл"	4-01-36036-R	700 000 000	06-окт-05	RU0009161418	RU0009161418	Внесписочные
162	ООО "Илим Палл Финанс"	4-01-36021-R	1 500 000 000	18-мар-06	RU0008424866	RU0008424866	Внесписочные
163	ООО "КАМАЗ-ФИНАНС"	4-01-36044-R	1 200 000 000	11-ноя-06	RU0008151550	RU0008151550	Внесписочные
164	ООО "Красный Восток - Инвест"	4-01-36040-R	1 500 000 000	25-фев-07	RU000A0AVQN9	RU000A0AVQN9	Внесписочные
165	ООО "КСФБ Капитал"	4-02-36001-R	2 000 000 000	03-январь-05	RU0008290234	RU0008290234	Внесписочные

166	ООО "Куйбышевгазот-инвест"	4-01-36028-R	600 000 000	15-июн-06	RU0008779996	RU0008779996	Лист Б
167	ООО "МегаФон Финанс"	4-01-36027-R	1 500 000 000	07-июн-06	RU0008776349	RU0008776349	Внесписочные
168	ООО "НИДАН-ФУДС"	4-01-36038-R	850 000 000	06-дек-06	RU0008194196	RU0008194196	Внесписочные
169	ООО "НИКОСХИМ-ИНВЕСТ"	4-01-36046-R	750 000 000	14-дек-06	RU000A0AB2U0	RU000A0AB2U0	Внесписочные
170	ООО "Нортгаз-Финанс"	4-01-36043-R	2 100 000 000	09-ноя-05	RU0008141700	RU0008141700	Внесписочные
171	ООО "Отечественные лекарства-Финанс"	4-01-36024-R	340 000 000	20-апр-06	RU0008435425	RU0008435425	Внесписочные
172	ООО "ПИТ Инвестментс"	4-01-36037-R	1 000 000 000	28-сен-06	RU0009099576	RU0009099576	Внесписочные
173	ООО "Поспелихинская макаронная фабрика"	4-01-36015-R	100 000 000	27-январь-06	RU0005900496		
174	ООО "Праймери Дон"	4-01-36026-R	1 000 000 000	10-ноя-06	RU0008150602	RU0008150602	Внесписочные
175	ООО "РАФ"	4-01-36012-R	3 000 000 000	12-сен-05	RU0008799218	RU0008799218	Лист Б
176	ООО "РАФ"	4-02-36012-R	5 000 000 000	20-май-07	RU0005229292	RU0005229292	Внесписочные
177	ООО "РОСИНТЕР РЕСТОРАНТС"	4-01-36016-R	300 000 000	02-дек-05	RU0003691279	RU0003691279	Лист Б
178	ООО "РусЛАД"	4-01-36020-R	150 000 000	14-мар-05	RU0008420278	RU0008420278	Внесписочные
179	ООО "Русские Автобусы - Финанс"	4-01-36023-R	500 000 000	22-май-06	RU0009842132	RU0009842132	Внесписочные
180	ООО "Русский Стандарт-Финанс"	4-01-36011-R	500 000 000	04-авг-05	RU0008655618	RU0008655618	Лист Б
181	ООО "САТУРН Инвест"	4-01-36035-R	500 000 000	05-авг-06	RU0009855183	RU0009855183	Внесписочные
182	ООО "СИФ"	4-01-36041-R	2 500 000 000	15-авг-06	RU0009069645	RU0009069645	Лист Б
183	ООО "СУ-155 КАПИТАЛ"	4-01-36051-R	1 500 000 000	30-мар-07	RU000A0AXME3	RU000A0AXME3	
184	ООО "Гинькофф-Инвест"	4-01-36022-R	400 000 000	29-апр-05	RU0008441134	RU0008441134	Внесписочные
185	ООО "Торговый Дом Мечел"	4-01-36029-R	3 000 000 000	12-июн-09	RU0008785183	RU0008785183	Лист Б
186	ООО "ФК "ЕвразХолдинг"	4-01-36014-R	1 000 000 000	05-дек-05	RU0003691287	RU0003691287	Лист Б
187	ООО "Холдинговая компания "АМТЕЛ"	4-01-36045-R	1 200 000 000	15-ноя-07	RU0008168208	RU0008168208	Внесписочные
188	ООО КБ "Содбизнесбанк"	40101601B	500 000 000	23-май-06	RU0007190963	RU0007190963	Внесписочные
189	РАО "ЕЭС России"	4-02-00034-A	3 000 000 000	21-окт-05	RU0001551889	RU0001551889	Лист А 1 уровень

Бизнес-план инвестиционного проекта (пример)

1. Резюме проекта

Настоящий бизнес-план составлен в соответствии с Рекомендациями по составлению бизнес-плана инвестиционного проекта, представляемого на конкурс для получения финансовой поддержки из средств бюджета г. Москвы.

В соответствии с проектом Предприятие «А» планирует осуществить производство и установку крупногабаритного единичного оборудования «Х», используемого в розничном сервисе, с последующей его продажей после окончания производства.

Крупногабаритное единичное оборудования «Х» в настоящее время является эффективным средством решения вопросов Данное оборудование также может использоваться предприятиями и организациями для

Основные преимущества оборудования «Х», производимого Предприятием «А»:

- данное предприятие имеет многолетний опыт разработки сложных высокотехнологичных систем;
- у предприятия есть опыт производства оборудования «Х», конструкция оборудования «Х» многократно совершенствовалась;
- в России отсутствуют аналоги оборудования, производимой предприятием «А»;
- стоимость аналогичного оборудования таких компаний, как ..., в 2 – 4 раза выше.

В отличие от западноевропейских стран, где рынок оборудования «Х» уже сложился и динамично развивается, в России этот процесс только начинается.

Настоящий проект планируется реализовать в течение 1 года и 6 месяцев.

В соответствии с проектом Предприятие «А» планирует выпустить корпоративные облигации на сумму 200 млн. рублей под 25 % годовых сроком на 18 месяцев. Данные средства будут направлены для финансирования производства и установки крупногабаритного единичного оборудования «Х».

При этом в рамках Программы привлечения инвестиций в промышленность города Москвы с использованием механизмов фондового рынка планируется компенсировать 2/3 затрат Предприятия «А» по уплате процентов по облигационному займу за счет средств бюджета г. Москвы.

Детализация затрат по настоящему проекту приведена в *таблице 1.1.*

Таблица 1.1.

Сводные данные о затратах на реализацию инвестиционного проекта, руб.

№	Наименование работ	1 год				
		Всего затрат:	по кварталам			
			I	II	III	IV
1.	Материалы и комплектующие	59 464 793,6	8 325 071,104	31 516 340,608	13 676 902,528	5 946 479,36
2.	Заработная плата	11 467 520	1 605 452,8	6 077 785,6	2 637 529,6	1 146 752
3.	Строительные работы	108 678 400	15 214 976	57 599 552	24 996 032	10 867 840
4.	Прочие работы и услуги	10 006 000	6 936 000	1 595 000	900 000	575 000
5.	Амортизация	18 205 149,6	4 551 287,4	4 551 287,4	4 551 287,4	4 551 287,4
6.	Налоги	9 679 091,7	5 980 736,2	2 246 922,3	1 002 447,7	448 985,5
Итого – суммарная стоимость работ 1-го года реализации проекта:		217 500 954,9	-	-	-	-
№	Наименование работ	2 год				
		Всего затрат:	по кварталам			
			I	II	III	IV
1.	Материалы и комплектующие	-	-	-	-	-
2.	Заработная плата	-	-	-	-	-
3.	Строительные работы	-	-	-	-	-
4.	Прочие работы и услуги	1 375 000	960 000	415 000	-	-
5.	Амортизация	9 102 574,8	4 551 287,4	4 551 287,4	-	-
6.	Налоги	35 373 567,2	21 121 059,4	1 425 250,8	-	-
Итого – суммарная стоимость работ 2-го года реализации проекта:		45 851 142	-	-	-	-
Итого – общий объем инвестиций:		263 352 096,9				

Общий состав источников финансирования проекта приведен в *таблице 1.2*. График возврата заемных средств указан в *таблице 1.3*.

Таблица 1.2.

Источники финансирования проекта, руб.

Источники денежных средств	Всего	1 год			
		по кварталам			
		I	II	III	IV
<i>Собственные</i>	10 000 000	10 000 000	-	-	-
<i>Заемные, в том числе:</i>	216 650 000	200 000 000			16 650 000
1. Облигационный займ	200 000 000	200 000 000	-	-	-
2. Кредиты коммерческих банков	16 650 000	-	-	-	16 650 000
Всего:	226 650 000	210 000 000			16 650 000

Таблица 1.3.

Получение и возврат кредитных ресурсов

Кредитный ресурс	Получение кредита		Возврат кредита		Период использования кредита, мес.
	Сумма, руб.	Срок получения	Сумма, руб.	Срок возврата	
Облигационный займ	200 000 000	01-07.01.2003	200 000 000	23.06.2004	18
Банковский кредит	16 650 000	27.11.2003	16 650 000	26.06.2004	7
Всего	216 650 000				
		Средний период использования заемных средств, месяцы			17

С учетом параметров облигационного займа, общая сумма компенсации процентов, предоставляемая государством, составит 50 000 000 рублей (2/3 от суммы процентов исходя из 25% годовых и срочности – 18 месяцев).

Показатели эффективности проекта отражены в следующей таблице (см. *таблицу 1.4*).

Таблица 1.4.

Анализ эффективности инвестиционного проекта*

Показатель	Рубли	Доллар США
Ставка дисконтирования	15,00 %	9,52 %
Период окупаемости	17 месяцев	17 месяцев
Чистая приведенная стоимость	16 955 040	530 080
Индекс прибыльности	1,08	1,08
Внутренняя норма доходности	25,01 %	19,05 %

*Период расчета интегральных показателей - 19 мес. *Период окупаемости* - время, требуемое для покрытия начальных инвестиций за счет чистого денежного потока, генерируемого инвестиционным проектом. *Чистая приведенная стоимость (Net Present Value, NPV)* определяется как разность между начальными инвестициями и продисконтированным чистым денежным потоком в течение расчетного периода (срока жизни) проекта (5 лет). *Индекс прибыльности* – определяется как отношение дисконтированных денежных потоков, связанных с проектом и объема первоначальных инвестиций. *Внутренняя норма доходности проекта (Internal Rate of Return, IRR)* определяется как ставка дисконтирования чистых денежных потоков по проекту, при которой чистая приведенная стоимость проекта равна нулю

Значения в *таблице 1.4* (положительная чистая приведенная стоимость, достаточно высокая внутренняя норма доходности, период окупаемости – 17 месяцев) свидетельствуют о привлекательности данного проекта.

Инвестиционный проект обладает бюджетной эффективностью (расчеты приведены в разделе 8 бизнес – плана). Правительство Москвы, компенсировав часть процентных платежей, через 3,7 лет окупит свои вложения за счет дополнительных налоговых поступлений средств в бюджет г. Москвы и территориальные внебюджетные фонды.

Крупногабаритное единичное оборудование «X» реализует оригинальную техническую идею. Все патентные права на оборудование «X», равно как и на способ его производства, а также конструктивные решения основных элементов изделия принадлежат авторскому коллективу Предприятия «А» (в Российском агентстве по патентам и товарным знакам зарегистрированы патенты №№ RU 0000000 C1, RU 0000000 C1, RU 0000000 C1, RU 0000 U1).

Производство оборудования «X» Предприятием «А» в г. Москве предусмотрено Городской программой ... (данные о выделении земельных участков под установку крупногабаритного единичного оборудования «X»).

2. Паспорт предприятия (общие сведения о предприятии)

Наименование предприятия: Предприятие «А».

Юридический адрес: 000000, Российская Федерация, г. Москва, ул. Первая, д.1.

Административный округ: ... административный округ г. Москвы.

Номер и дата государственной регистрации: выдано Свидетельство Московской регистрационной палаты о государственной регистрации № 000.000 от 01 июня 1990 г.

Основными видами деятельности являются:

- Проведение научно-исследовательских и опытно-конструкторских работ;
- Серийное производство, сбыт, эксплуатация и техническое обслуживание..
- ...

Ассортимент производимой продукции: Изделие X; Изделие Y; Изделие Z...

Землевладение, инфраструктура. Предприятием заключен договор аренды земельного участка № М-00-0000000 от 01.01.90 г. с Московским Земельным Комитетом на срок 25 лет. Арендуемый земельный участок площадью 0, 00 га расположен по адресу 000000 г. Москва, Первая, д. 1.

Здания и сооружения, находящиеся на данном земельном участке, принадлежат предприятию «А» на правах частной собственности.

Таблица 2.4.

Перечень объектов, находящихся на арендуемом земельном участке

№	Объект недвижимости	Адрес	Площадь (кв. м.)
1	Все здание	Москва, ул. Первая, д.1, стр.1	100
2	Все здание	Москва, ул. Первая, д.1, стр.2	100
..
13	Часть здания	Москва, ул. Первая, д.1, стр.13	100
14	Здание	Москва, ул. Первая, д.1, стр.14	100

Внеоборотные активы, задействованные в инвестиционном проекте, приведены в **таблице 2.5.**

Таблица 2.5.

Характеристика внеоборотных активов, задействованных в проекте

Наименование	На момент начала проекта (млн. руб.)
Основные фонды и материальные активы по проекту, всего: в том числе:	100
а) здания и сооружения	100
б) машины и оборудование	100
в) нематериальные активы	-
Начисленная амортизация	100
Остаточная стоимость	100

Льготы предприятия по уплате налогов. Предприятие “А” имеет льготу по налогу на имущество (освобождено от уплаты) (обоснование льготы).

Средства государственной поддержки в течение последних 3 лет предприятию не предоставлялись.

3. Анализ положения дел в отрасли

3.1. Общая характеристика спроса, степень его покрытия, объем производства продукции в г. Москве и на других рынках. Тенденции в динамике спроса, производства, ценах.

3.2 Потенциальные конкуренты (отечественные, иностранные)

3.3. Ожидаемая доля предприятия в производстве продукции, рыночная ниша в Москве / в России.

4. Финансово-экономический анализ деятельности предприятия

Целями анализа являются:

- характеристика текущего состояния экономики и финансов предприятия;
- оценка устойчивости финансового состояния, рисков предприятия и его текущей способности выполнить свои обязательства перед владельцами облигаций;
- оценка благоприятности финансово-экономических предпосылок для осуществления инвестиционного проекта;
- создание базы для прогноза экономической и финансовой динамики предприятия в ходе реализации инвестиционного проекта.

С этой целью формируются следующие *аналитические таблицы* (на три годовые даты и квартальную дату текущего года):

ТАБЛИЦА 4.1. АГРЕГИРОВАННЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ БАЛАНС

Наименования позиций	Отчетные даты, в тыс. рублей					Прирост с 01.01.99 по 01.01.00		Прирост с 01.01.00 по 01.01.01		Прирост с 01.01.01 по 01.01.02		Прирост с 01.01.02 по 01.04.02	
	1.01.99	1.01.00	1.01.01	1.01.02	1.04.02	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%	тыс. руб.	%
АКТИВ													
Постоянные активы													
- нематериальные активы	910	380	0	6 590	6 590	-530	-58,24	-380	-100,00	6 590	-	0	0,00
- основные средства	2 906 960	2 833 150	2 784 590	2 666 000	2 658 520	-73 810	-2,54	-4 8560	-1,71	-118 590	-4,26	-7 480	-0,28
- незавершенные капит. вложения	324 810	328 660	1 445 230	1 746 690	1 756 830	3 850	1,19	111 6570	339,73	301 460	20,86	10 140	0,58
- долгосрочные финан. вложения	4 070	14 180	24 170	10	20	10 110	248,40	9990	70,45	-24 160	-99,96	10	100,00
- прочие внеоборотные активы	0	90	0	0	0	90	-	-90	-100,00	0	-	0	-
=== Итого постоянных активов	3 236 750	3 176 460	4 253 990	4 419 290	4 421 960	-60 290	-1,86	107 7530	33,92	165 300	3,89	2 670	0,06
Текущие активы:													
- незавершенное производство	852 120	906 900	543 850	768 300	863 580	54 780	6,43	-36 3050	-40,03	224 450	41,27	95 280	12,40
- авансы поставщикам	6 910	11 870	15 620	177 440	0	4 960	71,78	3750	31,59	161 820	1 035,98	-177 440	-100,00
- производств. запасы и МБП	62 510	54 840	42 850	133 080	146 190	-7 670	-12,27	-1 1990	-21,86	90 230	210,57	13 110	9,85
- готовая продукция и товары	380	400	0	0	0	20	5,26	-400	-100,00	0	-	0	-
- счета к получению	259 230	311 520	57 2 610	576 290	614 990	52 290	20,17	26 1090	83,81	3 680	0,64	38 700	6,72
- денежные средства	54 690	235 120	67 750	146 440	161 190	180 430	329,91	-16 7370	-71,18	78 690	116,15	14 750	10,07
- прочие	49 210	3 960	36 660	117 570	295 390	-45 250	-91,95	3 2700	825,76	80 910	220,70	177 820	151,25
=== Итого текущих активов	1 285 050	1 524 610	1 279 340	1 919 120	2 081 340	239 560	18,64	-24 5270	-16,09	639 780	50,01	162 220	8,45
ИТОГО АКТИВОВ	4 521 800	4 701 070	5 533 330	6 338 410	6 503 300	179 270	3,96	83 2260	17,70	805 080	14,55	164 890	2,60
ПАССИВ													
Собственные средства:													
- уставный капитал	3 433 950	3 289 320	4 041 940	3 289 430	5 031 700	-144 630	-4,21	75 2620	22,88	-752 510	-18,62	1 742 270	52,97
- накопленный капитал	406 710	653 790	892 710	1 953 120	203 050	247 080	60,75	23 8920	36,54	1 060 410	118,79	-1 750 070	-89,60
=== Итого собственных средств	3 840 660	3 943 110	4 934 650	5 242 550	5 234 750	102 450	2,67	99 1540	25,15	307 900	6,24	-7 800	-0,15
Заемные средства:													
- долгосрочные обязательства	44 440	30 440	30 440	295 100	312 780	-14 000	-31,50	0	0,00	264 660	869,45	17 680	5,99
- краткосрочные обязательства:													
- - краткосрочные кредиты	33 180	63 180	63 180	335 090	331 760	30 000	90,42	0	0,00	271 910	430,37	-3 330	-0,99
- - счета к оплате	347 650	370 060	203 700	134 970	166 960	22 410	6,45	-16 6360	-44,95	-68 730	-33,74	31 990	23,70
- - авансы	21 470	35 070	91 200	62 160	0	13 600	63,34	5 6130	160,05	-29 040	-31,84	-62 160	-100,00
- - расчеты с бюджетом	169 920	208 300	97 620	39 960	45 680	38 380	22,59	-11 0680	-53,13	-57 660	-59,07	5 720	14,31
- - расчеты по з/пл	42 250	45 500	22 530	42 640	84 290	3 250	7,69	-2 2970	-50,48	20 110	89,26	41 650	97,68
- - прочие	22 230	5 410	90 010	210 130	327 060	-16 820	-75,66	8 4600	1563,77	120 120	133,45	116 930	55,65
= Итого текущих пассивов	636 700	727 520	568 240	824 950	955 750	90 820	14,26	-15 9280	-21,89	256 710	45,18	130 800	15,86
=== Итого заемных средств	681 140	757 960	598 680	1 120 050	1 268 530	76 820	11,28	-15 9280	-21,01	521 370	87,09	148 480	13,26
ИТОГО ПАССИВОВ	4 521 800	4 701 070	5 533 330	6 362 600	6 503 280	179 270	3,96	83 2260	17,70	829 270	14,99	140 680	2,21

ТАБЛИЦА 4.2. СТРУКТУРА БАЛАНСА

Наименования позиций	Отчетные даты					Прирост с 01.01.99 по 01.01.00		Прирост с 01.01.00 по 01.01.01		Прирост с 01.01.01 по 01.01.02		Прирост с 01.01.02 по 01.04.02	
	1.01.99	1.01.00	1.01.01	1.01.02	1.04.02	проц.пункт.	%	проц.пункт.	%	проц.пункт.	%	проц.пункт.	%
СТРУКТУРА ПОСТОЯННЫХ АКТИВОВ													
Нематериальные активы	0,0%	0,0%	0,0%	0,1%	0,1%	0,0	-57,45	0,0	-100,00	0,0	-	0,0	-0,06
Основные средства	89,8%	89,2%	65,5%	60,3%	60,1%	0,0	-0,69	-0,2	-26,61	-0,1	-7,84	0,0	-0,34
Незавершенные капит. вложения	10,0%	10,3%	34,0%	39,5%	39,7%	0,0	3,11	0,2	228,35	0,1	16,34	0,0	0,52
Долгосрочные финан. вложения	0,1%	0,4%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0	255,02	0,0	27,28	0,0	-99,96	0,0	99,88
Прочие необоротные активы	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0	-	0,0	-100,00	0,0	-	0,0	-
=== Итого	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Доля в общих активах	71,6%	67,6%	76,9%	69,7%	68,0%	0,0	-5,61	0,1	13,78	-0,1	-9,31	0,0	-2,48
СТРУКТУРА ТЕКУЩИХ АКТИВОВ													
Незавершенное производство	66,3%	59,5%	42,5%	40,0%	41,5%	-0,1	-10,29	-0,2	-28,54	0,0	-5,83	0,0	3,64
Авансы поставщикам	0,5%	0,8%	1,2%	9,2%	0,0%	0,0	44,79	0,0	56,82	0,1	657,28	-0,1	-100,00
Производств. запасы и МБП	4,9%	3,6%	3,3%	6,9%	7,0%	0,0	-26,05	0,0	-6,88	0,0	107,04	0,0	1,29
Готовая продукция и товары	0,0%	0,0%	0	0,0%	0,0%	0,0	-11,28	0,0	-100,00	0,0	-	0,0	-
Счета к получению	20,2%	20,4%	0	30,0%	29,5%	0,0	1,29	0,2	119,05	-0,1	-32,91	0,0	-1,60
Денежные средства	4,3%	15,4%	5,3%	7,6%	7,7%	0,1	262,36	-0,1	-65,66	0,0	44,09	0,0	1,49
Прочие	3,8%	0,3%	2,9%	6,1%	14,2%	0,0	-93,22	0,0	1003,24	0,0	113,79	0,1	131,66
=== Итого	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Доля в общих активах	28,4%	32,4%	23,1%	30,3%	32,0%	0,0	14,12	-0,1	-28,71	0,1	30,96	0,0	5,70
СТРУКТУРА ИНВЕСТИРОВАННОГО КАПИТАЛА													
Уставный капитал	88,4%	82,8%	81,4%	59,4%	90,7%	-0,1	-6,34	0,0	-1,66	-0,2	-27,03	0,3	52,69
Накопленный капитал	10,5%	16,5%	18,0%	35,3%	3,7%	0,1	57,17	0,0	9,28	0,2	96,16	-0,3	-89,62
Долгосрочное финансирование	1,1%	0,8%	0,6%	5,3%	5,6%	0,0	-33,03	0,0	-19,97	0,0	769,21	0,0	5,80
=== Итого инвестированный капитал	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Доля в общих пассивах	85,9%	84,5%	89,7%	87,0%	85,3%	0,0	-1,62	0,1	6,16	0,0	-3,00	0,0	-1,99
СТРУКТУРА ТЕКУЩИХ ПАССИВОВ													
Краткосрочные кредиты	5,2%	8,7%	11,1%	40,6%	34,7%	0,0	66,65	0,0	28,03	0,3	265,33	-0,1	-14,54
Счета к оплате	54,6%	50,9%	35,8%	16,4%	17,5%	0,0	-6,84	-0,2	-29,53	-0,2	-54,36	0,0	6,77
Авансы	3,4%	4,8%	16,0%	7,5%	0,0%	0,0	42,95	0,1	232,94	-0,1	-53,05	-0,1	-100,00
Расчеты с бюджетом	26,7%	28,6%	17,2%	4,8%	4,8%	0,0	7,28	-0,1	-40,00	-0,1	-71,80	0,0	-1,33
Расчеты по з/пл и отчислениям	6,6%	6,3%	4,0%	5,2%	8,8%	0,0	-5,75	0,0	-36,60	0,0	30,36	0,0	70,62
Прочие текущие пассивы	3,5%	0,7%	15,8%	25,5%	34,2%	0,0	-78,70	0,2	2030,13	0,1	60,81	0,1	34,35

=== Итого	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
Доля в общих пассивах	14,1%	15,5%	10,3%	13,0%	14,7%	0,0	9,91	-0,1	-33,64	0,0	26,25	0,0	13,35

ТАБЛИЦА 4.3. ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ

Наименования позиций	Норматив	Отчетные даты				
		01.01.1999	01.01.2000	01.01.2001	01.01.2002	01.04.2002
Коэф-т общей ликвидности	Больше 1	2,019	2,096	2,251	2,326	2,178
Коэф-т абсолютной ликвидности	Больше 0,1	0,086	0,323	0,119	0,178	0,169
Коэффициент общей платежеспособности	Чем выше, тем лучше	0,849	0,839	0,892	0,824	0,805
Коэффициент автономии	Больше 1	5,639	5,202	8,243	4,681	4,127
Коэффициент маневренности	Чем выше, тем лучше	0,169	0,202	0,144	0,213	0,215
Доля собственных источников финансирования текущих активов	Чем выше, тем лучше	0,505	0,523	0,556	0,583	0,541
Коэффициент обеспеченности долгосрочных инвестиций	Чем ниже, тем лучше	0,833	0,799	0,857	0,798	0,797
Коэффициент иммобилизации		2,519	2,083	3,325	2,303	2,125

5. Производственный план

Описание крупногабаритного единичного оборудования «X», используемого в розничном сервисе: назначение оборудования, его уникальность и отличительные особенности в установке, эксплуатации, хранении; преимущества для использования на региональном и страновом рынке.

Базовая модификация оборудования «X». Конструкция оборудования «X» выполнена в виде Конструкция оборудования «X» позволяет блокировать ее со зданиями и сооружениями, а также компоновать отдельные модули друг с другом.

Оборудование «X» может быть выполнено в трех вариантах: ...

Предприятие «А» имеет опыт производства оборудования «X» и отработанную технологическую схему его монтажа и стационарной установки. С 1994 года было произведено и установлено... комплектов оборудования «X».

Распределение работ между участниками кооперации. Предприятие «А» (Заказчик) осуществляет: финансовый менеджмент проекта; изготовление и монтаж технологического оборудования; гарантийный ремонт и техническое обслуживание оборудования «X»; все комплекты электромеханической части оборудования «X» будут проходить отработку на специализированных стендах Предприятия «А».

Предприятие 2 (архитектурно-строительная фирма): проводит комплекс проектно-изыскательских работ (ПИР); осуществляет технический надзор за ходом строительных работ; обеспечивает авторский надзор в процессе работ.

Предприятие 3 (генподрядчик): разрабатывает проектную документацию на производство оборудования «X» в полном объеме; размещает заказ на изготовление металлоконструкций и выполняет монтаж строительных конструкций оборудования «X»; проводит работы по монтажу инженерного оборудования, сантехнических систем, наружных коммуникаций, а также благоустройству территории в объеме проекта.

Предприятие 4: осуществляет изготовление металлоконструкций.

Предприятие 5: испытания и отработку электромеханической части на специально построенном в Предприятии «А» стенде; монтаж и пуско-наладочные работы электромеханической части на месте окончательной установки.

Предприятие 6: поставка и монтаж системы пожаротушения.

Длительность производственного цикла кооперации разработчиков оборудования «Х». План-график производства оборудования «Х» базовой модификации кооперацией разработчиков представлен в *таблице 7.1* и на *графике 7.1*.

Численность работающих и затраты на оплату труда. Общая численность персонала предприятия составляет ... чел. Исходя из того, что предприятие ведет наряду с реализацией данного проекта и другую деятельность, расходы на оплату труда, связанного с реализацией настоящего проекта рассчитываются сдельно. Информация об объемах расходов на оплату труда приведены в *таблице 5.1* (группа «Сдельная зарплата»).

Стоимость основных производственных фондов. При реализации проекта планируется использовать основные фонды, уже существующие на предприятии, специального выделения основных фондов не планируется. Применяется простая форма амортизации с нормой амортизационных отчислений: 10% в год. Исходя из загрузки основных фондов определена доля амортизационных отчислений, приходящихся на проект.

Затраты на производство и сбыт продукции отражены в *таблице 5.1*.

Таблица 5.1.

Затраты на производство и сбыт продукции

Показатели	Расход (шт.)	Стоимость (\$ US)	Стоимость, выраженная в руб.
Материалы и комплектующие	-	1 858 274,80	49 553 994,7
...
Сдельная зарплата	-	358 360,00	15 747 411,70
...
Другие издержки	-	3 396 200,00	90 565 333,30
...
Управление	-	-	13 983 500,00
Уплата госпошлин (за регистрацию договоров, выпуска облигационного займа)			3 166 666,70
Регистрация залога (в т.ч. страхование, оценка)		88 000,00	2 346 666,70
Услуги платежного агента			237 500,00
Налог на операции с ценными бумагами			1 332 666,70
Аудиторская проверка		20 000,00	533 333,30
Андеррайтинг			2 500 000,00
Финансовый консультант		90 000,00	2 400 000,00
Маркетинговые мероприятия		55 000,00	1 466 666,70
Всего	-	-	169 850 239,70
НДС	-	-	30 820 565,60
Итого	-	-	200 670 805,30

Таким образом, для производства и установки крупногабаритного оборудования «Х» необходимы средства в сумме около 200 млн. рублей.

Затраты на производство и установку крупногабаритного оборудования «Х» будут осуществляться планомерно в течение всего срока производства и установки (с 1-го по 12-й месяцы проекта) (подробнее о графике инвестиционного проекта см. раздел 7 «Организационный план»). В *таблице 5.2* приведены весовые коэффициенты, определяющие объем затрат (в долях от единицы),

приходящийся на каждый квартал в течение производства и установки крупногабаритного оборудования «Х».

Таблица 5.2.

Производство и реализация продукции (распределение по кварталам)

Наименование продукции	Цена единицы (долл. США)	1 год		2 год	
		Производство (шт.)	Объем реализации (шт.)	Производство (шт.)	Объем реализации (шт.)
Крупногабаритное оборудование «Х»					
I квартал	-	0,14	0	0	0
II квартал	-	0,53	0	0	1
III квартал	-	0,23	0	0	0
IV квартал	-	0,1	0	0	0
ВСЕГО (шт.)	-	1	0	0	1
ВСЕГО (долл. США)	8 610 000	-	0	-	8 610 000

На основании коэффициентов из *таблицы 5.2* определим поквартальные затраты на производство и установку, а также на реализацию оборудования «Х» (см. *таблицу 5.3*). Общие суммы затрат в *таблицах 5.1* и *5.3* отличаются тем, что в *таблице 5.3* приведена величина амортизационных отчислений.

Таблица 5.3.

Сводные данные о затратах на реализацию инвестиционного проекта (в распределении по кварталам)

№	Наименование работ	1 год				
		Всего затрат:	по кварталам			
			I	II	III	IV
1.	Материалы и комплектующие	59 464 793,6	8 325 071,104	31 516 340,608	13 676 902,528	5 946 479,36
2.	Заработная плата	11 467 520	1 605 452,8	6 077 785,6	2 637 529,6	1 146 752
3.	Строительные работы	108 678 400	15 214 976	57 599 552	24 996 032	10 867 840
4.	Прочие работы и услуги	10 006 000	6 936 000	1 595 000	900 000	575 000
5.	Амортизация	18 205 149,6	4 551 287,4	4 551 287,4	4 551 287,4	4 551 287,4
6.	Налоги	9 679 091,7	5 980 736,2	2 246 922,3	1 002 447,7	448 985,5
Итого – суммарная стоимость работ 1-го года реализации проекта:		217 500 954,9	-	-	-	-
№	Наименование работ	2 год				
		Всего затрат:	по кварталам			
			I	II	III	IV
1.	Материалы и комплектующие	-	-	-	-	-
2.	Заработная плата	-	-	-	-	-
3.	Строительные работы	-	-	-	-	-
4.	Прочие работы и услуги	1 375 000	960 000	415 000	-	-
5.	Амортизация	9 102 574,8	4 551 287,4	4 551 287,4	-	-
6.	Налоги	35 373 567,2	21 121 059,4	1 425 507,8	-	-
Итого – суммарная стоимость работ 2-го года реализации проекта:		45 851 142	-	-	-	-
Итого – общий объем инвестиций:		263 352 096,9				

6. Анализ рынка и план маркетинга

Патентная ситуация. Крупногабаритное оборудование «X» реализует оригинальную техническую идею. Все патентные права на оборудование «X», на способ его возведения и на конструктивные решения основных элементов изделия принадлежат авторскому коллективу Предприятия «А» (в Российском агентстве по патентам и товарным знакам зарегистрированы патенты №№ RU 0000000 C1, RU 0000000 C1, RU 0000000 C1, RU 0000 U1).

Конечные потребители. Сегмент рынка. К основным привлекательным для потребителя качествам крупногабаритного оборудования «X» можно отнести: а) преимущество 1; б) преимущество 2; в) преимущество 3; г) преимущество 4.

Таким образом, крупногабаритное оборудование «X» можно предложить следующим группам потребителей:

А. На рынке государственных учреждений:

- администрациям крупных городов, имеющих постоянную потребность в оказании услуг ...

Б. На потребительском рынке:

- крупным коммерческим организациям, оказывающим массовые розничные услуги (супермаркеты и т.д.);

В. На международном рынке (на рынке стран СНГ):

- учитывая, что крупногабаритное оборудование «X» просто по конструкции и имеет более низкие цены в сравнении с зарубежными аналогами, то после продвижения продукции на внутренний рынок возможен выход на экспортную программу.

Обоснование цены на продукцию. Учитывая высокие потребительские качества крупногабаритного оборудования «X», сложившуюся конъюнктуру цен, желаемый уровень загрузки, характер спроса потенциальных розничных клиентов (средне- и высокообеспеченные), считаем возможным планировать отпускную цену оборудования «X» в размере ____ (включая издержки, связанные с возвратом затрат на опытно-конструкторские работы; организацией маркетинговых исследований и рекламы).

Кроме того, в цену реализации заложена прибыль на дальнейшее развитие и совершенствование характеристик крупногабаритного оборудования «X».

Рекомендуемая отпускная цена крупногабаритного оборудования «X» ниже производимого в настоящее время за рубежом, что делает его конкурентоспособным, и может вызвать интерес у зарубежных покупателей.

Загрузка оборудования при его использовании потребителями. Показатели проекта рассчитывались исходя из предположения, что эксплуатация крупногабаритного оборудования «X» происходит путем ... Максимальная мощность оборудования «X»: _____ часов в месяц или _____ часов в год. В первые три месяца эксплуатации крупногабаритного оборудования «X» коэффициент использования площадей принимается равным: 1-й месяц – 0,3; 2-й месяц – 0,35; 3-й месяц – 0,5.

Эффективность капитальных вложений и окупаемость крупногабаритного оборудования «X». Оценим привлекательность крупногабаритного оборудования «X» как объекта инвестиций, что позволит объективно прогнозировать цену. Оценка эффективности капитальных вложений в крупногабаритное оборудование «X» проведена при следующих условиях его эксплуатации (см. *таблицу 6.1*).

На основании исходных данных, приведенных выше, эксплуатационные расходы из расчета круглосуточного режима работы крупногабаритного оборудования «X» в условиях его коммерческой эксплуатации оцениваются в ___ тыс. долл. США в год (с учетом налогов на фонд заработной платы). Годовая выручка от эксплуатации крупногабаритного оборудования «X» составит при описанных выше условиях около ___ тыс. долл. США. Таким образом, вложенные в приобретение оборудования «X» средства окупятся за 3,5 года.

Таблица 6.1.

Ресурсные условия эксплуатации крупногабаритного оборудования «X»

Работа крупногабаритного оборудования «X» в сутки, час	...
коэффициент загрузки оборудования «X»	...
стоимость эксплуатации ..., долл. США в час (без НДС)	...
потребляемая мощность электроэнергии, квт/час	...
потери электроэнергии при эксплуатации, %	...
стоимость 1 квт/час электроэнергии, долл. США	...
количество операторов, чел.	...
заработная плата оператора, долл. США в месяц	...
налоговые отчисления на фонд оплаты труда, %	...
норма амортизации, % в год	...
налог на прибыль, %	...
плата за 0.01 га в год, долл. США в год	...
накладные расходы, % от затрат	...

Реклама. Основной задачей маркетинга будет организация реализации произведенного крупногабаритного оборудования «X». Основные рекламные усилия – специализированные выставки, получение на них признания и ведение переговоров; информация в специализированной прессе.

7. Организационный план

Производство и установку крупногабаритного оборудования «X» планируется осуществить в течение 12-ти месяцев. Дополнительные 6 месяцев планируется затратить на реализацию крупногабаритного оборудования «X» и расчеты с кредиторами.

График реализации бизнес-плана с указанием точных дат в виде диаграммы приведен соответственно в *таблице 7.1* и на *графике 7.1*.

Таблица 7.1.

График реализации бизнес-плана

Наименование этапа	Дата начала работ	Дата окончания работ	Продолжительность этапа, дн.
Проектные работы	01.01.2003	01.05.2003	120
Строительная часть	01.04.2003	28.10.2003	210
Изготовление металлоконструкций	01.04.2003	30.06.2003	90
Фундамент	31.05.2003	30.06.2003	30
Монтаж металлоконструкций	30.06.2003	29.08.2003	60
Монтаж ограждающих конструкций, устройство кровли	29.08.2003	28.09.2003	30

Монтаж инженерных систем, общестроительные работы	29.08.2003	13.10.2003	45
Благоустройство	28.09.2003	28.10.2003	30
Технологическая часть	15.06.2003	27.12.2003	195
Изготовление технологического оборудования	30.06.2003	28.10.2003	120
Приобретение комплекта приводов	25.06.2003	13.09.2003	90
Монтаж и пусконаладочные работы	28.09.2003	27.12.2003	90
Мероприятия по продаже крупногабаритного оборудования «Х»	28.12.2003	26.06.2004	181

График 7.1.

График реализации бизнес-плана

Наименование этапа	2003 год												2004 год					
	январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь	январь	февраль	март	апрель	май	июнь
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6
Проектные работы	[Dark Blue bar from Jan 1 to Apr 4, 2003]																	
Строительная часть	[Green bar from Apr 4 to Oct 10, 2003]																	
Изготовление металлоконструкций каркаса здания	[Dark Blue bar from Apr 4 to Jun 6, 2003]																	
Фундамент	[Dark Blue bar from Jun 6 to Jun 13, 2003]																	
Монтаж металлоконструкций каркаса здания	[Dark Blue bar from Jul 14 to Aug 11, 2003]																	
Монтаж ограждающих конструкций, устройство кровли	[Dark Blue bar from Sep 8 to Sep 15, 2003]																	
Монтаж инженерных систем, общестроительные работы	[Dark Blue bar from Sep 15 to Oct 13, 2003]																	
Благоустройство	[Dark Blue bar from Oct 13 to Oct 20, 2003]																	
Технологическая часть	[Green bar from Jun 13 to Dec 12, 2003]																	
Изготовление технологического оборудования	[Dark Blue bar from Jul 14 to Oct 13, 2003]																	
Приобретение комплекта приводов	[Dark Blue bar from Jun 13 to Aug 11, 2003]																	
Монтаж и пуско-наладочные работы	[Dark Blue bar from Oct 13 to Dec 12, 2003]																	
Мероприятия по продаже оборудования «Х»	[Dark Blue bar from Dec 12, 2003 to Jun 6, 2004]																	

8. Финансовый план

Вступительные условия. Исходные данные для расчета финансового плана проекта определены на основе плана производства, установки и продажи крупногабаритного оборудования «Х», сведений о производственных и коммерческих затратах, условий привлечения заемных средств, факторов макроэкономического характера (инфляционные ожидания, налоги, валютный курс).

Все расчеты охватывают период в 19 месяцев.

При расчетах принимались во внимание следующие жесткие требования:

- неотрицательность баланса денежных потоков на каждом этапе (периоде) проекта;
- в течение расчетного периода обеспечивается возврат займов и выплата процентов по ним;
- в течение расчетного периода обеспечивается рациональное использование всех ресурсов.

Налоги. Перечень налогов, которые были приняты во внимание при расчетах финансового плана, отражен в **таблице 8.1**. Предприятие «А» освобождено от уплаты налога на имущество, поскольку оно является ... и имеет аккредитацию в Министерстве промышленности, науки и технологий Российской Федерации (Свидетельство № ___ от 00.00. 0000 г.).

Таблица 8.1.

Налоговые условия деятельности предприятия «А» – инициатора инвестиционного проекта

Название налога	Налоговая база	Период Уплаты	Налоговая ставка
Налог на прибыль	Прибыль	Квартал	24 %
НДС	Добав. стоим.	Месяц	20 %
Налог на имущество	Имущество	Квартал	0 %
Единый социальный налог (ЕСН)	Зарплата	Квартал	35.6 %

Инфляция. В финансовых расчетах все стоимостные данные корректировались на величину инфляции (см. **таблицу 8.2**, разработана на основе официальных прогнозов Министерства финансов РФ, Банка России, экспертных оценок в финансовой прессе).

Прогноз инфляции по ценам, номинированным в долларах США, приведен применительно к российскому внутреннему рынку. Прогноз дан исходя из уровня инфляции рублевых цен и изменения курса доллара США по отношению к российскому рублю в течение действия проекта.

Таблица 8.2.

Прогнозные данные по инфляции, % в год

Уровень инфляции, % по ценам, номинированным в	1 год	2 год
Российских рублях	12,00	10,00
Долларах США	7,00	5,00

Валютный курс. В качестве основной валюты в расчетах финансового плана использовался российский рубль. Часть сумм указывалась в долларах США, а в расчетах производился пересчет на российские рубли по прогнозному курсу. На начало проекта курс доллара США принимался равным 32 рублям за 1 доллар США. В

дальнейшем планировался рост курса доллара по отношению к рублю с темпом в 5 % в год (прогноз условный).

Финансирование проекта (параметры условные). Основным источником финансирования проекта является **выпуск облигационного займа** со следующими параметрами:

- номинальная стоимость займа: 200 млн. рублей;
- срок обращения: 540 дней (в расчетах используется период с 01.01.2003 г. по 23.06.2004 г.);
- число купонных периодов: 3;
- периодичность купонного периода: 180 дней;
- купонная ставка: 25 % годовых;
- предполагается компенсация 2/3 сумм купонных платежей государством. Предприятие «А» уплачивает только 1/3 процентной ставки, т.е. 8,33% годовых.

Финансирование затрат подготовительного периода (расходов, связанных, в основном, с организацией выпуска облигационного займа, в т.ч. оплата услуг аудитора, финансового консультанта, затраты на оформление залога, уплата налога на операции с ценными бумагами) на общую сумму 1 млн. рублей предприятие «А» осуществляет за счет собственных источников.

Кроме того, для рефинансирования расходов на выплату промежуточных купонных платежей планируется привлечь краткосрочное банковское кредитование со следующими параметрами:

- объем кредитования: ... рублей;
- срок кредитования: ... месяцев;
- ставка: 20 % годовых;
- погашение основной суммы и процентов: одной суммой в конце срока кредита.

Структура источников финансирования приведена в **таблице 8.3**.

Таблица 8.3

Источники финансирования проекта, руб.

Источники денежных средств	Всего	I год			
		по кварталам			
		I	II	III	IV
Собственные	10 000 000	10 000 000	-	-	-
Заемные, в том числе:	216 650 000	200 000 000			16 650 000
1. Облигационный займ	200 000 000	200 000 000	-	-	-
2. Кредиты коммерческих банков	16 650 000	-	-	-	16 650 000
Всего:	226 650 000	210 000 000			16 650 000

График получения и возврата средств содержится в **таблице 8.4**.

Таблица 8.4

Получение и возврат кредитных ресурсов

Кредитный ресурс	Получение кредита		Возврат кредита		Период использования кредита, мес.
	Сумма, руб.	Срок получения	Сумма, руб.	Срок возврата	
Облигационный займ	200 000 000	01-07.01.2003	200 000 000	23.06.2004	18
Банковский кредит	16 650 000	27.11.2003	16 650 000	26.06.2004	7
Всего	216 650 000				
		Средний период использования заемных средств, месяцев*			17

*Средний период использования заемных средств определялся как средневзвешенная величина периода использования. Взвешивание осуществлялось по суммам привлекаемых средств

График процентных платежей (в соответствии с условиями заимствований, приведенными выше) содержится в *таблице 8.5*.

Таблица 8.5.

График уплаты процентов по заемным средствам

Название	Дата	Сумма (руб.)
Погашение 1 купона по облигационному займу	30.06.03	8 333 333
Погашение 2 купона по облигационному займу	27.12.03	8 333 333
Погашение 3 купона по облигационному займу	23.06.04	8 333 333
Выплата процентов по банковскому кредиту	26.06.04	1 942 500
Всего уплачено процентов		26 942 000

Прогноз прибылей - убытков и денежных потоков. На основании прогнозируемых макроэкономических индикаторов, параметров финансирования, структуры издержек, связанных с проектом, календарного плана проекта, приведенных выше, произведен расчет прибылей и убытков и денежных потоков. **Поквартальные значения** прибылей-убытков и денежных потоков приведены соответственно в *таблицах 8.6* и *8.7*.

В течение первого года и I-го квартала второго года проекта происходит аккумуляция издержек, связанных со строительством крупногабаритного оборудования «Х».

Во втором квартале второго года будет осуществлена реализация оборудования «Х» и полный возврат заемных средств (погашение облигационного займа и банковского кредита).

Затраты, связанные с подготовительным периодом инвестиционного проекта (главным образом, на организацию облигационного займа), должны быть осуществлены ранее даты начала инвестиционного проекта, предусмотренной бизнес-планом. Поскольку эти затраты должны быть учтены при анализе эффективности проекта, все расходы подготовительного этапа условно отнесены к затратам первого месяца проекта, что нашло свое отражение в прогнозе денежных потоков по инвестиционному проекту (см. *таблицу 8.7*).

Расходы подготовительного периода финансируются за счет собственных средств предприятия (на сумму 1 млн. рублей), что также отражено в прогнозе денежных потоков (см. *таблицу 8.7*).

Таблица 8.6.

Прибыли-убытки по инвестиционному проекту, руб.

Строка	1 кв. 2003г.	2 кв. 2003г.	3 кв. 2003г.	4 кв. 2003г.	1 кв. 2004г.	2 кв. 2004г.	7.2004
Валовый объем продаж	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	266 484 013,00	0,00
Чистый объем продаж	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	266 484 013,00	0,00
Материалы и комплектующие	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	146 896 456,30	0,00
Сдельная зарплата	581 536,20	2 246 922,30	1 002 447,70	448 985,50	0,00	12 022 167,60	0,00
Суммарные прямые издержки	581 536,20	2 246 922,30	1 002 447,70	448 985,50	0,00	158 918 624,00	0,00
Валовая прибыль	-581 536,20	-2 246 922,30	-1 002 447,70	-448 985,50	0,00	107 565 389,10	0,00
Налог на имущество	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Административные издержки	10 279 333,30	1 329 166,70	750 000,00	79 166,70	0,00	79 166,70	0,00
Производственные издержки	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Маркетинговые издержки	0,00	0,00	0,00	417 730,10	843 426,90	283 436,20	0,00
Суммарные постоянные издержки	10 279 333,30	1 329 166,70	750 000,00	496 896,70	843 426,90	362 602,90	0,00
Амортизация	4 551 287,40	4 551 287,40	4 551 287,40	4 551 287,40	4 551 287,40	4 551 287,40	151 7095,80
Проценты по кредитам	0,00	8 329 170,00	0,00	8 329 170,00	0,00	10 271 670,00	0,00
Суммарные непроизводственные издержки	4 551 287,40	12 880 457,40	4 551 287,40	12 880 457,40	4 551 287,40	14 822 957,40	1 517 095,80
Убытки предыдущих периодов	0,00	15 412 156,90	31 868 703,30	38 172 438,50	51 998 778,20	57 393 492,50	11 867 932,50
Прибыль до выплаты налога	-15 412 156,90	-31 868 703,30	-38 172 438,50	-51 998 778,20	-57 393 492,50	34 986 336,20	-16 419 219,90
Налогооблагаемая прибыль	-15 412 156,90	-31 868 703,30	-38 172 438,50	-51 998 778,20	-57 393 492,50	34 986 336,20	-16 419 219,90
Налог на прибыль	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11 245 024,50	0,00
Чистая прибыль	-15 412 156,90	-31 868 703,30	-38 172 438,50	-51 998 778,20	-57 393 492,50	23 741 311,70	-16 419 219,90

Таблица 8.7.

Прогноз денежных потоков (кэш-фло) по инвестиционному проекту

Строка	1 кв. 2003г.	2 кв. 2003г.	3 кв. 2003г.	4 кв. 2003г.	1 кв. 2004г.	2 кв. 2004г.	7.2004
Поступления от продаж	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	319 780 815,60	0,00
Затраты на материалы и комплектующие	23 951 709,70	92 543 908,90	41 287 779,30	18 492 349,70	0,00	0,00	0,00
Затраты на сдельную заработную плату	1 633 528,60	6 311 579,50	2 815 864,40	1 261 195,20	0,00	0,00	0,00
Суммарные прямые издержки	25 585 238,30	98 855 488,40	44 103 643,70	19 753 544,90	0,00	0,00	0,00
Общие издержки	12 335 200,00	1 595 000,00	900 000,00	596 276,10	1 012 112,30	435 123,50	0,00
Суммарные постоянные издержки	12 335 200,00	1 595 000,00	900 000,00	596 276,10	1 012 112,30	435 123,50	0,00
Налоги	581 536,20	2 246 922,30	1 002 447,70	448 985,50	0,00	21 121 059,40	11 245 024,50
Кэш-фло от операционной деятельности	-38 501 974,50	-102 697 410,70	-46 006 091,40	-20 798 806,50	-1 012 112,30	298 224 632,70	-11 245 024,50
Собственный (акционерный) капитал	10 000 000,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Займы	200 000 000,00	0,00	0,00	16 666 666,67	0,00	0,00	0,00
Выплаты в погашение займов	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	216 550 000,00	0,00
Выплаты процентов по займам	0,00	8 333 333,33	0,00	8 333 333,33	0,00	10 275 833,33	0,00
Кэш-фло от финансовой деятельности	210 000 000,00	-8 333 333,33	0,00	8 333 333,34	0,00	-226 825 833,33	0,00
Баланс наличности на начало периода	0,00	171 498 025,50	60 467 281,47	14 461 190,07	1 995 716,91	983 604,61	72 382 403,98
Баланс наличности на конец периода	171 498 025,50	60 467 281,47	14 461 190,07	1 995 716,91	983 604,61	72 382 403,98	61 137 379,48

Анализ эффективности проекта. Как указывалось выше (см. *раздел 4* настоящей книги) критериями привлекательности проекта является одновременное выполнение следующих условий:

- внутренняя норма доходности (IRR) превышает ставку дисконтирования;
- индекс прибыльности (PI) превышает единицу;
- чистая приведенная стоимость (NPV) положительна;
- срок окупаемости инвестиций не превышает расчетный период.

Таблица 8.8.

Показатели эффективности проекта

Показатель	Рубли	Доллар США
Ставка дисконтирования	15,00 %	9,52 %
Период окупаемости	17 месяцев	17 месяцев
Чистый приведенный доход	16 955 040	530 080
Индекс прибыльности	1,08	1,08
Внутренняя норма рентабельности	25,01 %	19,05 %

Период расчета интегральных показателей - 19 мес.

Анализ данных *таблицы 8.9* показывает, что проект соответствует критериям инвестиционной привлекательности, приведенным выше.

Анализ чувствительности проекта. Как указывалось выше, анализ чувствительности проекта предназначен для исследования характера влияния на проект изменений его каких-либо входных параметров. В ходе анализа определяется изменение показателей эффективности проекта (NPV, IRR) в случае изменения таких параметров проекта, как, например, прямые издержки, цена сбыта, уровень инфляции.

Проанализируем влияние изменений значений прямых издержек, цены сбыта крупногабаритного оборудования «X» и уровня инфляции в диапазоне от –30% до +30% на NPV – наиболее универсальный критерий эффективности.

Результаты анализа отражены в *таблице 8.9* и *графике 8.1*.

Таблица 8.9.

Анализ чувствительности NPV

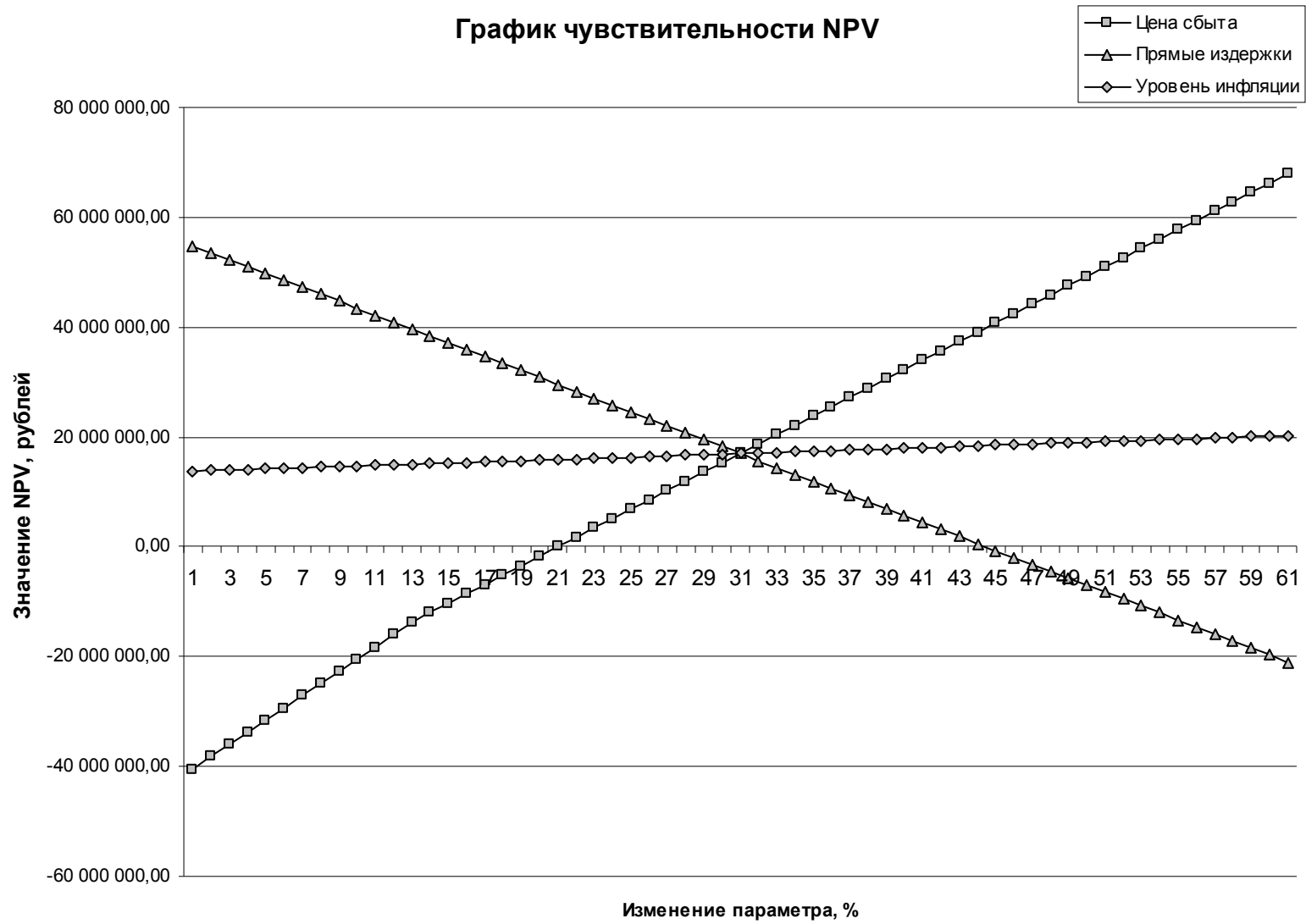
Изменение параметра	Значение NPV (в рублях)		
	Цена сбыта	Прямые издержки	Уровень инфляции
-30%	-40 428 547,20	54 782 278,40	13 764 243,20
-29%	-38 211 548,80	53 521 622,40	13 869 398,40
-28%	-35 994 553,60	52 260 966,40	13 974 656,00
-27%	-33 777 555,20	51 000 310,40	14 080 009,60
-26%	-31 560 556,80	49 739 657,60	14 185 465,60
-25%	-29 343 561,60	48 479 001,60	14 291 020,80
-24%	-27 126 563,20	47 218 345,60	14 396 678,40
-23%	-24 909 564,80	45 957 689,60	14 502 432,00
-22%	-22 692 566,40	44 697 033,60	14 608 288,00
-21%	-20 475 571,20	43 436 377,60	14 714 243,20
-20%	-18 258 572,80	42 175 721,60	14 820 300,80
-19%	-16 041 574,40	40 915 065,60	14 926 457,60
-18%	-13 824 579,20	39 654 409,60	15 032 713,60
-17%	-11 607 584,00	38 393 753,60	15 139 072,00

-16%	-10 211 260,80	37 133 097,60	15 245 529,60
-15%	-8 512 896,00	35 872 441,60	15 352 089,60
-14%	-6 814 528,00	34 611 785,60	15 458 748,80
-13%	-5 116 160,00	33 351 129,60	15 565 507,20
-12%	-3 417 795,20	32 090 473,60	15 672 368,00
-11%	-1 719 427,20	30 829 820,80	15 779 331,20
-10%	-21 062,40	29 569 164,80	15 886 393,60
-9%	1 677 305,60	28 308 508,80	15 993 558,40
-8%	3 375 673,60	27 047 852,80	16 100 825,60
-7%	5 074 038,40	25 787 196,80	16 208 192,00
-6%	6 772 406,40	24 526 540,80	16 315 660,80
-5%	8 470 771,20	23 265 884,80	16 423 232,00
-4%	10 169 139,20	22 005 228,80	16 530 902,40
-3%	11 867 507,20	20 744 572,80	16 638 675,20
-2%	13 565 872,00	19 483 916,80	16 746 550,40
-1%	15 264 240,00	18 223 260,80	16 854 528,00
0%	16 955 040,00	16 955 040,00	16 955 040,00
1%	18 660 972,80	15 701 948,80	17 070 787,20
2%	20 359 337,60	14 441 292,80	17 179 068,80
3%	22 057 705,60	13 180 636,80	17 287 452,80
4%	23 756 073,60	11 919 984,00	17 395 939,20
5%	25 454 438,40	10 659 328,00	17 504 528,00
6%	27 152 806,40	9 398 672,00	17 613 219,20
7%	28 851 171,20	8 138 016,00	17 722 012,80
8%	30 549 539,20	6 877 360,00	17 830 908,80
9%	32 247 907,20	5 616 704,00	17 939 910,40
10%	33 946 272,00	4 356 048,00	18 049 011,20
11%	35 644 640,00	3 095 392,00	18 158 214,40
12%	37 343 004,80	1 834 736,00	18 267 523,20
13%	39 041 372,80	574 080,00	18 376 931,20
14%	40 739 740,80	-686 576,00	18 486 444,80
15%	42 438 105,60	-1 947 232,00	18 596 060,80
16%	44 136 473,60	-3 207 888,00	18 705 779,20
17%	45 834 838,40	-4 468 544,00	18 815 600,00
18%	47 533 206,40	-5 729 196,80	18 925 526,40
19%	49 231 571,20	-6 989 852,80	19 035 555,20
20%	50 929 939,20	-8 250 508,80	19 145 689,60
21%	52 628 307,20	-9 511 164,80	19 255 923,20
22%	54 326 672,00	-10 771 820,80	19 366 262,40
23%	56 025 040,00	-12 032 476,80	19 476 707,20
24%	57 723 404,80	-13 293 132,80	19 587 254,40
25%	59 421 772,80	-14 553 788,80	19 697 904,00
26%	61 120 140,80	-15 814 444,80	19 808 659,20
27%	62 818 505,60	-17 075 100,80	19 919 516,80
28%	64 516 873,60	-18 335 756,80	20 030 480,00
29%	66 215 238,40	-19 688 524,80	20 141 548,80
30%	67 913 606,40	-21 266 796,80	20 252 720,00

Полученные результаты свидетельствуют о высокой стойкости проекта к изменениям таких параметров как прямые издержки, цена сбыта, уровень инфляции. Проект остается привлекательным:

- при снижении цены продажи крупногабаритного оборудования «Х» на 1- 9 % (другие параметры не меняются);
- при повышении прямых издержек на 1 - 14 % (другие параметры не меняются);
- при изменении уровня инфляции в исследуемом диапазоне от -30% до +30% .

График чувствительности NPV



Оценка бюджетной эффективности. Бюджетный эффект инвестиционного проекта определяется как сальдо (NPV) поступлений и выплат из бюджета г. Москвы в связи с реализацией данного проекта (*таблицы 8.10 - 8.11*). В расчетах проводится дисконтирование объемов поступлений и выплат по годам реализации проекта, т.е. все денежные потоки приводятся к одному моменту времени.

В расчетах было принято во внимание, что крупногабаритное оборудование «Х», будучи проданным предприятием «А», в дальнейшем начнет функционировать и приносить дополнительные доходы в бюджет и территориальные внебюджетные фонды. Вследствие этого, оценка бюджетной эффективности проведена за период времени, превышающий срок проекта (срок увеличен до 5 лет).

Для анализа целесообразности предоставления бюджетной поддержки рассчитаны **базовые показатели** оценки эффективности инвестиционных процессов:

- Чистая приведенная стоимость (NPV)
- Индекс прибыльности (PI)
- Срок окупаемости проекта
- Внутренняя норма доходности (IRR)

Величины денежных потоков, необходимые для расчета каждого из указанных показателей, рассматривались только в части денежных средств, инвестируемых и получаемых бюджетом г. Москвы. Ставка дисконтирования принималась равной 15%.

В результате анализа можно сделать **вывод о привлекательности** проекта с позиции бюджетной эффективности:

1. NPV = 13 419 930 (положительная величина). Вложенные деньги будут возвращены, окупятся все расходы и произойдет прирост инвестируемого капитала;

2. PI > 1 и равен 1,15. Следовательно, каждый вложенный рубль принесет 1 руб 15 коп приведенного дохода;

3. IRR = 23,4% превышает принятую ставку дисконтирования (15 %). Это свидетельствует о достаточном запасе финансовой устойчивости проекта (8,4 процентных пунктов) и его инвестиционной привлекательности для городского бюджета;

4. Срок окупаемости проекта составил 3,7 года. За это время сумма приведенных поступлений в городской бюджет и территориальные внебюджетные фонды достигнет и превзойдет величину всех приведенных затрат бюджета, связанных с реализацией проекта.

Таблица 8.10.

Оценка бюджетной эффективности инвестиционного проекта*

Показатели	Строительство и последующая эксплуатация					Всего за 5 лет
	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.	2007 г.	
Поступления от налогов в консолидированный бюджет, в том числе:	9 642 774,00	54 802 750	38 486 020	38 486 020	38 486 020	179 903 584
Налог с продаж	0	0	0	0	0	0
Госпошлина за нотариальное оформление	3 800 000	0	0	0	0	3 800 000
Налог на прибыль	0	18 508 820	14 527 590	14 527 590	14 527 590	62 091 590
Налог на имущество	0	4 819 671,00	4 819 671,00	4 819 671,00	4 819 671,00	19 278 684
НДС	0	29 906 620	17 571 120	17 571 120	17 571 120	82 619 980
Подоходный налог	1 562 882,00	419 328,00	419 328,00	419 328,00	419 328,00	3 240 194
Отчисления на соц. нужды (ЕСН)	4 279 892,00	1 148 314,00	1 148 314,00	1 148 314,00	1 148 314,00	8 873 148
Из суммы налогов налоги в городской бюджет и территориальный фонд мед.	5 769 472,00	18 063 650	15 328 540	15 328 540	15 328 540	69 818 742

страх., в том числе:						
Госпошлина за нотариальное оформление	3 800 000	0,00	0,00	0,00	0,00	3 800 000
Налог на прибыль (региональный)	0,00	12 715 560	9 980 454,00	9 980 454,00	9 980 454,00	42 656 922
Налог на имущество	0,00	4 819 671,00	4 819 671,00	4 819 671,00	4 819 671,00	19 278 684
Отчисления в территориальный фонд медицинского страхования	406 589,70	109 089,80	109 089,80	109 089,80	109 089,80	842 949
Подоходный налог	1 562 882,00	419 328,00	419 328,00	419 328,00	419 328,00	3 240 194
Инвестиционные затраты бюджета г. Москвы	33 333 333	16 666 667	0,00	0,00	0,00	50 000 000

*Все расчетные данные приведены в рублях с учетом изменения курса доллара США

Таблица 8.11.

Интегральные показатели бюджетной эффективности проекта

Показатель	Значение
Ставка дисконтирования, %	15
Период окупаемости бюджетных вложений, лет	3,7
Чистая приведенная стоимость платежей городского бюджета – NPV, руб.	13 419 930
Индекс прибыльности – PI	1,15
Внутренняя норма доходности бюджетных вложений – IRR, %	23,4

Расчеты теоретической стоимости облигаций

Таблица 1

Купонная ставка - 15%				
Текущая ставка доходности - 15%				
Период	Kd,N	PVIFA	PVIF	INT x PVIFA+M x PVIF
Момент выпуска	15%, 15 лет	5,8474	0,1229	877,11+122,9=1000,01
	15%, 14 лет	5,7245	0,1413	858,68+141,3=999,98
	15%, 13 лет	5,5831	0,1625	837,47+162,5=999,97
	15%, 10 лет	5,0188	0,2472	752,82+247,2=1000,02
	15%, 1 год	0,8696	0,8696	130,44+869,6=1000,04
Момент погашения	15%, 0	-	1,0000	0+1000,0=1000,00
Текущая ставка доходности - 10%				
Момент Выпуска	10%, 15 лет	7,6061	0,2394	1140,92+239,4=1380,32
	10%, 14 лет	7,3667	0,2633	1105,01+263,3=1368,31
	10%,13 лет	7,1034	0,2897	1065,51+289,7=1355,21
	10%, 10 лет	6,1446	0,3855	921,69+385,5=1307,19
	10%, 1 год	0,9091	0,9091	136,37+909,1=1045,50
Момент погашения	10%, 0	-	1,0000	0+1000,0=1000,0
Текущая ставка доходности - 5%				
Момент выпуска	5%, 15 лет	10,3797	0,4810	1556,96+481,0=2037,95
	5%, 14 лет	9,8986	0,5051	1484,79+505,1=1989,89
	5%,13 лет	9,3936	0,5303	1409,04+530,3=1939,34
	5%, 10 лет	7,7217	0,6139	1158,26+613,9=1772,16
	5%, 1 год	0,9524	0,9524	142,86+952,4=1095,26
Момент погашения	5%, 0	-	1,0000	0+1000,0=1000,0

Продолжение таблицы 1

Текущая ставка доходности – 20%				
Момент выпуска	20%, 15 лет	4,6755	0,0649	$701,33+64,9=766,23$
	20%, 14 лет	4,6106	0,0779	$691,59+77,9=769,49$
	20%, 13 лет	4,5327	0,0935	$679,91+93,5=773,41$
	20%, 10 лет	4,1925	0,1615	$628,88+161,5=790,38$
	20%, 1 год	0,8333	0,8333	$125,00+833,3=958,30$
Момент погашения	20%, 0	-	0,1,0000	$0+1000,0=1000,0$
Купонная ставка 10%				
Текущая ставка доходности - 15%				
Период	Kd,N	PVIFA	PVIF	INT x PVIFA+M x PVIF
Момент выпуска	15%, 15 лет	5,8474	0,1229	$584,74+122,9=707,64$
	15%, 14 лет	5,7245	0,1413	$572,45+141,3=713,75$
	15%, 13 лет	5,5831	0,1625	$558,31+162,5=720,81$
	15%, 10 лет	5,0188	0,2472	$501,88+247,2=749,08$
	15%, 1 год	0,8696	0,8696	$86,96+869,6=956,56$
Момент погашения	15%, 0	-	1,0000	$0+1000,0=1000,0$
Текущая ставка доходности – 10%				
Момент выпуска	10%, 15 лет	7,6061	0,2394	$760,61+239,4=1000,01$
	10%, 14 лет	7,3667	0,2633	$736,67+263,3=999,97$
	10%, 13 лет	7,1034	0,2897	$710,34+289,7=1000,04$
	10%, 10 лет	6,1446	0,3855	$614,46+385,5=999,96$
	10%, 1 год	0,9091	0,9091	$90,91+909,1=1000,01$
Момент погашения	10%, 0	-	1,0000	$0+1000,0=1000,0$

Продолжение таблицы 1

Текущая ставка доходности - 5%				
Момент выпуска	5%, 15 лет	10,3797	0,4810	$1037,97+481,0=1518,97$
	5%, 14 лет	9,8986	0,5051	$989,86+505,1=1494,96$
	5%, 13 лет	9,3936	0,5303	$939,36+530,3=1469,66$
	5%, 10 лет	7,7217	0,6139	$772,17+613,9=1386,07$
	5%, 1 год	0,9524	0,9524	$95,24+952,4=1047,64$
	Момент погашения	5%, 0	-	1,0000
Текущая ставка доходности – 20%				
Момент выпуска	20%, 15 лет	4,6755	0,0649	$467,55+64,9=532,45$
	20%, 14 лет	4,6106	0,0779	$461,06+77,9=538,96$
	20%, 13 лет	4,5327	0,0935	$453,27+93,5=546,77$
	20%, 10 лет	4,1925	0,1615	$419,25+161,5=580,75$
	20%, 1 год	0,8333	0,8333	$83,33+833,3=916,63$
	Момент погашения	20%, 0	-	0,1,0000

Продолжение приложения 3

Таблица 2

Оценка облигации V_B

N, лет	Купонная ставка - 10%				Купонная ставка - 15%			
	Kd=5%	Относительное изменение в цене облигации, %	Kd=15%	Относительное изменение в цене облигации, %	Kd=5%	Относительное изменение в цене облигации, %	Kd=15%	Относительное изменение в цене облигации, %
15	1518,97	3,36	707,64	-1,82	2037,95	5,08	1000,01	0
13	1469,66	6,03	720,81	-3,77	1939,34	9,43	999,98	0
10	1386,07	32,30	749,08	-21,7	1772,16	61,8	999,97	0
1	1047,64		956,56		1095,26		1000,02	

**Публичная безотзывная оферта по облигационному займу
Предприятия «Х»**

Настоящей офертой (далее – «Оферта») Предприятие «Х» (далее – «Эмитент») принимает на себя обязательство обеспечить досрочный выкуп «__» _____ 200__ года неконвертируемых документарных процентных облигаций на предъявителя, выпущенных Эмитентом, зарегистрированных ФКЦБ России «__» _____ 200__ года, государственный регистрационный номер выпуска _____, номинальной стоимостью 1 000 (Одна тысяча) рублей каждая (далее – «Облигации») в количестве до _____ (_____) штук включительно у любого лица, являющегося владельцем Облигаций, а именно лицом, которому Облигации принадлежат на праве собственности или ином вещном праве и права которого на распоряжение Облигациями в соответствии с условиями настоящей Оферты не ограничены действующим законодательством РФ, либо у уполномоченного надлежащим образом владельцем Облигаций лица (далее все вместе именуются – «Держатели» или «Держатель»), в порядке и на условиях, установленных настоящей Офертой, которая является безотзывной.

Статья 1. Порядок акцепта Оферты

Настоящая Оферта считается акцептованной при условии совершения Держателем двух последовательных действий.

Первое действие по акцепту Оферты заключается в том, что Держатель должен передать Эмитенту (место нахождения: _____), контактный телефон: _____) уведомление об акцепте Оферты (далее – «Уведомление»). Уведомления должны быть переданы Держателями Облигаций Эмитенту либо путем вручения под расписку, либо почтовым отправлением (заказным письмом с уведомлением о вручении). Уведомление должно быть подписано Держателем Облигаций и содержать информацию о полном фирменном наименовании Держателя Облигаций, с указанием места нахождения и почтового адреса Держателя Облигаций, и количестве Облигаций, предъявляемых к досрочному выкупу в соответствии с настоящей Офертой. Уведомление об акцепте настоящей Оферты принимаются Эмитентом с 9.00 до 18.00 часов по московскому времени с «__» по «__» _____ 200__ г. включительно. Уведомление считается полученным Эмитентом с даты его вручения Эмитенту. Эмитент вправе отказаться от получения Уведомления в случае несоответствия Уведомления требованиям, предусмотренным абзацем первым Статьи 1 Оферты.

Эмитент не несет обязательств по выполнению условий Оферты по отношению к Держателям, не представившим в указанный срок свои Уведомления, либо представившим Уведомления, не соответствующие изложенным в Оферте требованиям.

Второе действие Держателей Облигаций по акцепту Оферты заключается в том, что с 11.00 часов до 13.00 часов московского времени в День исполнения Оферты Держатель Облигаций, ранее передавший Эмитенту вышеуказанное Уведомление, подает в систему торгов Секции фондового рынка ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (далее – «Секция» или «ММВБ») в соответствии с правилами проведения торгов по ценным бумагам в Секции и другими нормативными документами, регулирующими деятельность Секции (далее – «Правила Секции») в режиме переговорных сделок адресную заявку на продажу Облигаций (далее – «Заявка»), адресованную агенту Эмитента, являющемуся членом Секции –

Инвестиционная компания XYZ, с указанием цены, установленной в Статье 2 Оферты, и кодом расчетов Т0. Количество Облигаций, указанное в данной Заявке, не должно превышать количества Облигаций, ранее указанного в Уведомлении, направленном Держателем и принятом Эмитентом.

Подача Держателем Облигаций Заявки, оформленной и поданной в соответствии с условиями настоящей Оферты и требованиями действующего законодательства, при условии предварительного выполнения Держателем Облигаций первого действия, направленного на акцепт Оферты, указанного в абзаце втором Статьи 1 Оферты, влечет за собой в отношении указанного в Заявке количества принадлежащих Держателю Облигаций совершение сделки купли-продажи, предметом которой является досрочное приобретение (досрочный выкуп) Облигаций в количестве, указанном Держателем в Заявке на условиях настоящей Оферты.

Статья 2. Цена покупки Облигаций

Эмитент обязуется обеспечить приобретение Облигаций в порядке и на условиях, определяемых настоящей Офертой, по цене, равной 100% от номинальной стоимости Облигаций, а именно: в размере 1 000 (Одна тысяча) рублей за каждую Облигацию. Владельцы Облигаций, предъявившие Облигации для досрочного выкупа Эмитенту, получают купонный доход по этим Облигациям в общем порядке в соответствии с условиями, определенными проспектом облигаций и решением о выпуске Облигаций.

Статья 3. Порядок совершения сделок

Сделки по покупке Облигаций на условиях настоящей Оферты совершаются в Секции в соответствии с Правилами Секции. Эмитент обязуется в срок не позднее 16.00 часов московского времени 30 сентября 2004 года обеспечить заключение на ММВБ через своего Агента – Инвестиционную компанию XYZ, являющуюся членом Секции - сделок со всеми Держателями Облигаций, выполнившими необходимые действия в соответствии с требованиями Статьи 1 настоящей Оферты, путем подачи встречных адресных заявок к Заявкам, поданным в соответствии со Статьей 1 настоящей Оферты и находящимся в торговой системе к моменту заключения сделки.

Эмитент не несет ответственности за выполнение условий приобретения Облигаций по отношению к Держателям, представившим в указанный срок Уведомления, но не направившим в адрес Агента Эмитента адресных Заявок «___» _____ 200__ года.

Статья 4. Запрет уступки прав требования

Уступка прав требования по сделкам, заключенным посредством акцепта настоящей Оферты, не разрешается.

Статья 5. Арбитражная оговорка

Все споры и разногласия, вытекающие из обязательств по настоящей Оферте, а также из сделок, заключенных посредством акцепта настоящей Оферты, или в связи с указанными обязательствами и сделками, в том числе касающиеся их исполнения, нарушения, прекращения или действительности, подлежат разрешению в Арбитражной комиссии при ММВБ в соответствии с документами, определяющими ее правовой статус и порядок разрешения споров, действующими на момент подачи искового заявления. Решения арбитражной комиссии ММВБ являются окончательными и обязательными для сторон.

Статья 6. Дополнительные условия

Настоящая Оферта вступает в силу при условии наступления отлагательного условия, которым является регистрация ФКЦБ России отчета об итогах выпуска Облигаций в порядке, предусмотренном действующим законодательством, в срок до «__» _____ 200__ года.

Решение о приобретении (выкупе) облигаций было принято на заседании Совета директоров «__» _____ 200__ года

Генеральный директор
Предприятия «Х»

Приложение 5

Утвержден Советом директоров Предприятия «А»
«__» _____ 2002 г.,

Зарегистрировано «__» _____ 200__ г.
Государственный регистрационный номер _____

Протокол № _____

Региональное отделение ФКЦБ России в
Центральном федеральном округе
Заместитель Председателя

Печать регистрирующего органа

ПРОСПЕКТ ЦЕННЫХ БУМАГ

*Открытого акционерного общества «Предприятие «А»
бездокументарные именные процентные Облигации серии 01
в количестве 200 000 штук номинальной стоимостью 1000 рублей каждая с погашением в 540-й день
со дня начала размещения*

Информация, содержащаяся в настоящем проспекте ценных бумаг, подлежит раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах.

Регистрирующий орган не отвечает за достоверность информации, содержащейся в данном проспекте ценных бумаг, и фактом его регистрации не выражает своего отношения к размещаемым ценным бумагам.

Настоящим подтверждается достоверность финансовой (бухгалтерской) отчетности эмитента за 1998-2002 годы и соответствие порядка ведения эмитентом бухгалтерского учета законодательству Российской Федерации. Иная информация о финансовом положении эмитента, содержащаяся в разделах III, IV, V и VIII настоящего проспекта, проверена на предмет ее соответствия во всех существенных аспектах сведениям финансовой (бухгалтерской) отчетности за 1998-2002 годы, в отношении которой проведен аудит.

Аудиторская компания «Аудит»

Генеральный директор Кузнецов К.М.

Дата 01 ноября 2003 г.

подпись
М.П.

Кузнецов К.М.

Настоящим подтверждается достоверность и полнота всей информации, содержащейся в настоящем проспекте ценных бумаг, за исключением части, подтвержденной аудитором и оценщиком.

(в случае, когда оценщиком, подписавшим проспект ценных бумаг, является профессиональный участник рынка ценных бумаг, совмещающий брокерскую и/или дилерскую деятельность на рынке ценных бумаг с оценочной деятельностью и оказанием услуг финансового консультанта на рынке ценных бумаг, проспект ценных бумаг подписывается финансовым консультантом на рынке ценных бумаг с указанием на то, что он является оценщиком)

Финансовый консультант – ЗАО «Инвестиционная компания», лицензия на осуществление брокерской деятельности на рынке ценных бумаг № 000-00000000 выдана 1.01.2001г. сроком действия до 1.01.2005г.

Генеральный директор Семенов С.С.

Дата 5 ноября 2003 г.

подпись
М.П.

Семенов С.С.

Генеральный директор Предприятия «А»
Дата 10 ноября 2003 г.

подпись

Иванов И.И.

Главный бухгалтер Предприятия «А»
Дата 10 ноября 2003 г.

подпись
М.П.

Смирнова Е.А.

Оглавление

Введение

- I. Краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших проспект
- II. Краткие сведения об объеме, сроках, порядке и условиях размещения по каждому виду, категории (типу) размещаемых эмиссионных ценных бумаг
- III. Основная информация о финансово-экономическом состоянии эмитента
- IV. Подробная информация об эмитенте
- V. Сведения о финансово-хозяйственной деятельности эмитента
- VI. Подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, органов эмитента по контролю за его финансово-хозяйственной деятельностью, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента
- VII. Сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в совершении которых имелась заинтересованность
- VIII. Бухгалтерская отчетность эмитента и иная финансовая информация
- IX. Подробные сведения о порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг
- X. Дополнительные сведения об эмитенте и о размещенных им эмиссионных ценных бумагах

Введение

Полное фирменное наименование эмитента.
Открытое акционерное общество «Предприятие «А»
Сокращенное наименование.
ОАО «Предприятие «А»
Место нахождения, почтовый адрес эмитента и контактные телефоны.
Место нахождения: 000000, г. Москва, ул. Первая, д.1
Почтовый адрес: 000000, г. Москва, ул. Первая, д. 1
Тел.: (095) 000-00-00 Факс: (095) 000-00-00
Адрес электронной почты: info@predpriyatie_a.ru
Адрес страницы в сети «Интернет», на которой публикуется текст зарегистрированного проспекта ценных бумаг эмитента: www.predpriyatie_a.ru
Вид ценных бумаг: облигации
Серия и форма облигаций выпуска: Облигации именные бездокументарные серия 01, неконвертируемые
Серия: 01
Тип: процентные
Форма ценных бумаг: именные бездокументарные. Обязательное централизованное хранение не предусмотрено.
Количество размещаемых облигаций выпуска: 200 000 штук.
Номинальная стоимость каждой ценной бумаги выпуска: 1000 руб.
Общий объем выпуска (по номинальной стоимости): 200 000 000 рублей.
Дата начала размещения: Датой начала размещения облигаций выпуска является 7 (седьмой) рабочий день с даты государственной регистрации выпуска облигаций.
Дата окончания размещения: Датой окончания размещения облигаций выпуска является та из следующих дат, которая наступит раньше: дата размещения последней облигации выпуска или десятый рабочий день с даты начала размещения облигаций.
Цена размещения облигаций.
Цена размещения Облигаций устанавливается равной 1000 (одна тысяча рублей) руб. за Облигацию.
Начиная со второго дня размещения Облигаций выпуска, покупатель при совершении сделки купли-продажи Облигаций также уплачивает накопленный купонный доход по Облигациям (НКД), определяемый по следующей формуле:

$$\text{НКД} = N * Y * (T - T_0) / 100\% * 365, \text{ где}$$

НКД – накопленный купонный доход, руб.

N - номинальная стоимость одной Облигации, руб.;

Y - размер процентной ставки, проценты годовых (25%);

T - дата размещения Облигаций;

T₀ - дата начала размещения Облигаций.

Величина накопленного купонного дохода в расчете на одну Облигацию определяется с точностью до одной копейки (округление производится по правилам математического округления до ближайшего целого числа. При этом под правилом математического округления следует понимать метод округления, при котором значение целой копейки (целых копеек) не изменяется, если первая за округляемой цифра равна от 1 до 4, и изменяется, увеличиваясь на единицу, если следующая цифра равна 5 - 9).

Период погашения Облигаций выпуска. Дата начала: 540 (пятьсот сороковой) день со дня начала размещения Облигаций выпуска.

Дата окончания: Даты начала и окончания периода погашения совпадают.

Настоящий проспект ценных бумаг содержит оценки и прогнозы уполномоченных органов управления эмитента касательно будущих событий и/или действий, перспектив развития отрасли экономики, в которой эмитент осуществляет основную деятельность, и результатов деятельности эмитента, в том числе планов эмитента, вероятности наступления определенных событий и совершения определенных действий. Инвесторы не должны полностью полагаться на оценки и прогнозы органов управления эмитента, так как фактические результаты деятельности эмитента в будущем могут отличаться от прогнозируемых результатов по многим причинам. Приобретение ценных бумаг эмитента связано с рисками, описанными в настоящем проспекте ценных бумаг.

I. Краткие сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, сведения о банковских счетах, об аудиторе, оценщике и о финансовом консультанте эмитента, а также об иных лицах, подписавших проспект

1.1. Лица, входящие в состав органов управления эмитента

Члены совета директоров (наблюдательного совета) эмитента.

Иванов Иван Иванович

Год рождения: 1950

Должности за последние 5 лет:

Период: 1994 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Генеральный директор

Петров Петр Петрович

Год рождения: 1946

Должности за последние 5 лет:

Период: 1990 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Заместитель Генерального директора предприятия «А»

Сидоров Семен Семенович

Год рождения: 1944

Должности за последние 5 лет:

Период: -

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Главный конструктор предприятия «А»

Едиличный орган управления эмитента и должностные лица управляющего эмитента.

Иванов Иван Иванович

Год рождения: 1950

Должности за последние 5 лет:

Период: 1994 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

1.2. Сведения о банковских счетах эмитента

Наименования кредитных организаций, в которых открыты расчетные и иные счета эмитента.

Банк: Коммерческий банк "БАНК"

Место нахождения: г. Москва

Почтовый адрес:

Тип счета: расчетный

ИНН: 0000000000

Номер счета: 000000000000000000

БИК: 000000000

Корр. счет: 00000000000000000000

1.3. Сведения об аудиторе (аудиторах) эмитента

Полное и сокращенное фирменные наименования, место нахождения аудиторской организации

ЗАО Аудиторская компания «Аудит», г. Москва;

номер телефона и факса: (095) 000-00-00

адрес электронной почты: info@auditor.ru;

номер, дата выдачи и срок действия лицензии на осуществление аудиторской деятельности, орган, выдавший указанную лицензию: № 000000 выдана 01.01.2002г. сроком до 1.01.2005г.;

финансовый год (годы), за который (за которые) аудитором проводилась независимая проверка бухгалтерского учета и финансовой (бухгалтерской) отчетности эмитента: 2000-2002гг.

Порядок выбора аудитора эмитента: Аудитор утвержден Собранием акционеров Предприятия «А» на годовом общем собрании 25.05.2003г. (Протокол № 4).

Каких-либо существенных интересов, связывающих аудитора (должностных лиц аудитора) с эмитентом (должностными лицами эмитента) не существует.

Стоимость вознаграждения аудитора за услуги, оказанные эмитенту: 60 000 рублей.

1.4. Сведения об оценщике эмитента

Оценщик не привлекался.

1.5. Сведения о консультантах эмитента

Финансовый консультант эмитента:

Полное наименование: Закрытое акционерное общество «Инвестиционная компания»;

Сокращенное наименование: ЗАО «Инвестиционная компания»,

Адрес места нахождения: Москва, ул. Дальняя, д. 33;

Адрес страницы в сети “Интернет”, которая используется финансовым консультантом для раскрытия информации об эмитенте: www.fondis.ru

Лицензия на осуществление брокерской деятельности на рынке ценных бумаг № 000-00000000 выдана ФКЦБ России 1.01.2001г. сроком действия до 1.01.2005г.

Услуги, оказываемые консультантом: подготовка проспекта ценных бумаг, инвестиционного меморандума, заверение проспекта ценных бумаг.

Инвестиционный консультант и андеррайтер эмитента:

Полное наименование: Открытое акционерное общество «Инвестиционная компания «Финансы»;

Сокращенное наименование: ОАО «ИК «Финансы»,

Адрес места нахождения: Москва, Ближняя площадь, д. 3/4;

Адрес страницы в сети “Интернет”, которая используется финансовым консультантом для раскрытия информации об эмитенте: corpfin.fn.ru

Лицензия на осуществление брокерской деятельности на рынке ценных бумаг № 000-00000000 выдана ФКЦБ России 1.01.2001г. сроком действия до 1.01.2005г.

Услуги, оказываемые консультантом: организационное и консультационное сопровождение выпуска ценных бумаг, поиск инвесторов, сопровождение сделок с ценными бумагами при размещении.

1.6. Сведения об иных лицах, подписавших проспект ценных бумаг

Иные лица отсутствуют.

II. Краткие сведения об объеме, сроках, порядке и условиях размещения по каждому виду, категории (типу) размещаемых эмиссионных ценных бумаг

2.1. Вид, категория (тип) и форма размещаемых ценных бумаг

Вид размещаемых ценных бумаг: облигации процентные;

Серия – 01;

Облигации процентные, неконвертируемые, с возможностью досрочного погашения по желанию владельцев, с возможностью досрочного погашения по усмотрению эмитента;

Срок погашения: дата начала: 540 (пятьсот сороковой) день со дня начала размещения Облигаций выпуска; дата окончания: даты начала и окончания периода погашения совпадают;

Форма размещаемых ценных бумаг: облигации именные бездокументарные, без обязательного централизованного хранения.

2.2. Номинальная стоимость каждого вида, категории (типа), серии размещаемых эмиссионных ценных бумаг

Номинальная стоимость каждой ценной бумаги выпуска: 1000 руб.

2.3. Предполагаемый объем выпуска в денежном выражении и количество эмиссионных ценных бумаг, которые предполагается разместить

Количество размещаемых ценных бумаг: 200 000 штук.

Общий объем выпуска (по номинальной стоимости): 200 000 000 рублей.

2.4. Цена (порядок определения цены) размещения эмиссионных ценных бумаг

Цена размещения Облигаций устанавливается равной 1000 (Одной тысячи рублей) руб. за Облигацию.

Начиная со второго дня размещения Облигаций выпуска, покупатель при совершении сделки купли-продажи Облигаций также уплачивает накопленный купонный доход по Облигациям (НКД), определяемый по следующей формуле:

$$\text{НКД} = N * Y * (T - T_0) / 100\% * 365, \text{ где}$$

НКД – накопленный купонный доход, руб.

N - номинальная стоимость одной Облигации, руб.;

Y - размер процентной ставки, проценты годовых (25%);

T - дата размещения Облигаций;

T₀ - дата начала размещения Облигаций.

Величина накопленного купонного дохода в расчете на одну Облигацию определяется с точностью до одной копейки (округление производится по правилам математического округления до ближайшего целого числа. При этом под правилом математического округления следует понимать метод округления, при котором значение целой копейки (целых копеек) не изменяется, если первая за округляемой цифра равна от 1 до 4, и изменяется, увеличиваясь на единицу, если следующая цифра равна 5 - 9).

2.5. Порядок и сроки размещения эмиссионных ценных бумаг

Дата начала размещения:

Датой начала размещения облигаций выпуска является 7 (Седьмой) рабочий день с даты государственной регистрации выпуска облигаций.

Дата окончания размещения:

Датой окончания размещения облигаций выпуска является та из следующих дат, которая наступит раньше: дата размещения последней облигации выпуска или десятый рабочий день с даты начала размещения облигаций.

Размещение облигаций производится путем заключения сделок купли – продажи по цене размещения облигаций. Заключение сделок по размещению облигаций начинается в первый день срока размещения облигаций и заканчивается в дату окончания размещения облигаций.

Продавцом облигаций выступает Агент по размещению, действующий от своего имени, но по поручению и за счет Эмитента.

Покупателями Облигаций являются Участники подписки, действующие от своего имени и за свой счет.

Участники подписки Облигаций заключают договоры купли-продажи Облигаций с Агентом по размещению на приобретение Облигаций выпуска по цене размещения Облигаций. Расчеты по облигациям при их размещении осуществляются на условиях «поставка против платежа».

Участники подписки обязаны открыть соответствующие лицевые счета в Компании-регистраторе или депозитарии, являющемся депонентом по отношению к Компании-регистратору. Порядок и сроки открытия счетов Участников подписки определяются регламентами соответствующих организаций.

Облигации, приобретенные Участниками подписки при первичном размещении, переводятся на лицевые счета Участников подписки или их номинальных держателей в Компании-регистраторе в порядке, предусмотренном регламентом Компании-регистратора.

2.6. Порядок и условия оплаты размещаемых эмиссионных ценных бумаг

Возможность рассрочки при оплате облигаций выпуска не предусмотрена.

Облигации оплачиваются в денежной форме в рублях Российской Федерации в безналичном порядке.

Расчёты по Облигациям при их размещении производятся на условиях «поставка против платежа», т. е. участники подписки должны полностью оплатить целое количество облигаций, на которое будет заключаться договор купли-продажи облигаций.

Денежные средства, полученные от размещения Облигаций, зачисляются на счет Агента о размещению, которым является:

Полное и сокращенное фирменные наименования кредитной организации: АКБ «Банк»;

Место нахождения: г. Москва, ул. Ближняя, д. 11.

Почтовый адрес: г. Москва, ул. Ближняя, д. 11.

Идентификационный номер налогоплательщика: 00000000.

К/с 0000000000000000, БИК 0000000000.

Денежные средства, зачисленные на счет Агента переводятся им на счёт Эмитента не позднее 2 (двух) рабочих дней после зачисления.

2.7. Порядок и условия заключения договоров в ходе размещения эмиссионных ценных бумаг

За три рабочих дня до даты проведения аукциона по определению цены размещения облигаций Члены Секции фондового рынка ММВБ собирают предварительные заявки потенциальных покупателей. Сбор предварительных заявок завершается ко дню проведения аукциона. В день проведения аукциона Члены Секции фондового рынка ММВБ подают заявки на приобретение облигаций с использованием торговой и расчетной системы ММВБ. В каждой заявке указывается цена, по которой потенциальные покупатели готовы приобрести облигации, и соответствующее этой цене количество облигаций. К началу проведения аукциона Члены Секции фондового рынка ММВБ резервируют на своих торговых счетах в Расчетной палате Московской межбанковской валютной биржи денежные средства в сумме, достаточной для полной оплаты облигаций, указанных в заявках на покупку с учетом комиссионных сборов ММВБ.

В случае, если объявлением о проведении аукциона была установлена минимальная цена (отсечения) размещения, заявки, в которых указана цена ниже минимальной цены, не принимаются торговой системой ММВБ.

По окончании аукциона по определению цены размещения Члены Секции фондового рынка ММВБ не могут снять поданные ими заявки.

По окончании периода подачи заявок на аукцион по определению цены размещения, ММВБ составляет сводный реестр введенных заявок и передает его Эмитенту и/или Андеррайтеру.

Эмитент, исходя из общего объема поданных предложений и указанных в них цен, устанавливает цену отсечения и сообщает решение Андеррайтеру и ММВБ в письменном виде. По окончании аукциона по определению цены размещения в первый день размещения облигаций Андеррайтер по поручению Эмитента подает заявку на продажу облигаций, в которой указывается цена размещения и количество облигаций к размещению. Все сделки купли-продажи облигаций при размещении заключаются по цене размещения, указанной в заявке Андеррайтера. Заявки Членов Секции фондового рынка ММВБ на покупку облигаций на аукционе по определению цены размещения удовлетворяются Андеррайтером на условиях приоритета цены, указанной в данных заявках. Если по одинаковой цене зарегистрировано несколько заявок на покупку, то в первую очередь удовлетворяются заявки, поданные ранее по времени. В случае, если объем последней из удовлетворенных заявок превышает количество облигаций, оставшихся в заявке Андеррайтера, то данная заявка на покупку удовлетворяется в размере остатка облигаций в заявке Андеррайтера. При этом заявка Члена Секции фондового рынка ММВБ на покупку удовлетворяется при условии, что указанная в ней цена не ниже, чем цена, указанная в заявке Андеррайтера. Неудовлетворенные заявки Членов Секции фондового рынка ММВБ снимаются.

Порядок оплаты:

Облигации оплачиваются в денежной форме в валюте Российской Федерации в безналичном порядке.

Расчеты по Облигациям при размещении производятся на условиях «поставка против платежа».

Платежи осуществляются в течение срока размещения Облигаций.

Денежные средства, зачисляемые на счет Андеррайтера в Расчетной Палате ММВБ, переводятся Андеррайтером на счет Эмитента не позднее следующего рабочего дня после зачисления на счет Андеррайтера в Расчетной Палате ММВБ.

2.8. Круг потенциальных приобретателей размещаемых эмиссионных ценных бумаг

Облигации размещаются путем открытой подписки среди неограниченного круга лиц.

2.9. Порядок раскрытия информации о размещении и результатах размещения эмиссионных ценных бумаг

Не позднее, чем за 5 (Пять) дней до даты начала размещения облигаций Эмитент объявляет о дате проведения аукциона путем публикации соответствующего сообщения в газете «Ведомости», а также помещает аналогичное сообщение на сервере Общества в сети Интернет по адресу: www.predpriyatiye_a.ru.

III. Основная информация о финансово - экономическом состоянии эмитента

3.1. Показатели финансово - экономической деятельности эмитента

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Стоимость чистых активов эмитента, тыс. руб.	3 840 660	3 943 110	4 934 650	5 242 550	6 122 346	6 249 723

Отношение суммы привлеченных средств к капиталу и резервам, %	5,63	5,20	8,24	4,68	5,23	4,86
Отношение суммы краткосрочных обязательств к капиталу и резервам, %	17,34	15,57	12,02	21,23	17,87	16,87
Покрытие платежей по обслуживанию долгов, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Уровень просроченной задолженности, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Оборачиваемость чистых активов, раз	3,05	2,43	2,53	2,12	1,87	1,65
Оборачиваемость кредиторской задолженности, раз	3,25	3,65	3,23	4,25	4,54	4,23
Оборачиваемость дебиторской задолженности, раз	1,65	1,67	1,87	1,88	1,97	2,32
Доля налога на прибыль в прибыли до налогообложения, %	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00	24,00

Приведенные коэффициенты характеризуют эмитента как надежное, платежеспособное и кредитоспособное предприятие. В течение представленного периода финансовое состояние предприятия улучшилось.

3.2. Рыночная капитализация эмитента

Поскольку ценные бумаги эмитента не имеют рыночной котировки, рыночную капитализацию указать невозможно.

3.3. Обязательства эмитента

3.3.1. Кредиторская задолженность

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Общая сумма кредиторской задолженности, тыс. руб.	636 700	727 520	568 240	824 950	955 750	1 094 734
В т.ч. просроченная кредиторская задолженность, тыс. рублей	9 342	7 234	4 672	7 236	7 429	2 836

Наименование кредиторской задолженности (на 1.01.2003)	Срок наступления платежа					
	До 30 дней	от 30 до 60 дней	от 60 до 90 дней	от 90 до 180 дней	от 180 дней до 1 года	более 1 года
Кредиторская задолженность, всего, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
в том числе:						
просроченная кредиторская задолженность, всего, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
заемные средства, всего, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
просроченная задолженность по заемным средствам, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

кредиты, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
займы, руб. в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
облигационные займы, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
прочая кредиторская задолженность, всего, руб. в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
перед поставщиками и подрядчиками, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
векселя к уплате, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
перед аффилированными лицами эмитента, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
по оплате труда, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами, руб., в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 0000	000 000
просроченная, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
иная кредиторская задолженность, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Итого, руб.:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

Наименование кредиторской задолженности (на 1.10.2003)	Срок наступления платежа					
	До 30 дней	от 30 до 60 дней	от 60 до 90 дней	от 90 до 180 дней	от 180 дней до 1 года	более 1 года
Кредиторская задолженность, всего, руб. в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
просроченная кредиторская задолженность, всего, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
заемные средства, всего, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
просроченная задолженность по заемным средствам, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
кредиты, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
займы, руб. в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
облигационные займы, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
прочая кредиторская задолженность, всего, руб. в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
перед поставщиками и подрядчиками, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
векселя к уплате, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
перед аффилированными лицами эмитента, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
по оплате труда, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
задолженность перед бюджетом и внебюджетными фондами, руб., в том числе:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 0000	000 000
просроченная, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
иная кредиторская задолженность, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Итого, руб.:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

Кредиторов, на долю которых приходится (приходилось в течение 5 последних завершённых финансовых лет и 10 месяцев) не менее 10 процентов от общей суммы кредиторской задолженности, нет.

3.3.2. Кредитная история эмитента

Ниже, в таблице описывается исполнение эмитентом обязательств по действовавшим ранее и действующим на дату окончания последнего завершённого отчетного периода до даты утверждения проспекта ценных бумаг кредитным договорам и/или договорам займа, сумма основного долга по которым составляет 10 и более процентов стоимости чистых активов эмитента на дату последнего завершённого отчетного квартала, предшествующего заключению соответствующего договора.

Наименование обязательства	Наименование кредитора (займодавца)	Размер основного долга В тыс. руб.	Дата погашения		Размер процентной ставки % годовых	Дата выплаты процентов	
			план	факт		план	факт
Заём	ОАО «АРС»	20 000	10.02.01	09.02.01	25	10.02.01	09.02.01
Кредит	Банк «АБВ»	5 000	14.04.01	14.04.01	23	14.04.01	14.04.01
Кредит	Банк «АБВ»	10 000	25.01.02	25.01.02	20	25.01.02	25.01.02

3.3.3. Обязательства эмитента из обеспечения, предоставленного третьим лицам

Эмитент не предоставлял обеспечения третьим лицам.

3.3.4. Прочие обязательства эмитента

Прочие обязательства отсутствуют.

3.4. Цели эмиссии и направления использования средств, полученных в результате размещения эмиссионных ценных бумаг

Средства, полученные в результате размещения облигаций, будут направлены на финансирование инвестиционного проекта по строительству новых производственных мощностей.

3.5. Риски, связанные с приобретением размещаемых эмиссионных ценных бумаг

3.5.1. Отраслевые риски

Наиболее важные отраслевые риски, могущие повлиять на деятельность эмитента:

- снижение спроса на продукцию компании-эмитента в результате возможной переориентации потребителей на продукты-заменители;
- повышение цен на основные материалы, используемые в производстве продукции.

3.5.2. Страновые и региональные риски

Основными страновыми рисками являются:

- изменение экономического состояния России и девальвация рубля в результате снижения цен на энергоносители на мировом рынке;
- дестабилизация политической ситуации.

3.5.3. Финансовые риски

Наиболее значимым из финансовых рисков является валютный риск, поскольку отдельные комплектующие приобретаются за рубежом и оплачиваются иностранной валютой.

Риск инфляции не повлияет на возможность эмитента погашать задолженность по облигационному займу, поскольку процентные платежи фиксированы.

3.5.4. Правовые риски

Существуют риски, связанные с возможными изменениями в законодательстве об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, о защите прав и законных интересов инвесторов.

3.5.5. Риски, связанные с деятельностью эмитента

В настоящее время эмитент не вовлечен в судебные процессы, которые могут отразиться на финансовом состоянии и репутации предприятия-эмитента.

IV. Подробная информация об эмитенте

4.1. История создания и развитие эмитента

4.1.1. Данные о фирменном наименовании (наименовании) эмитента

Полное фирменное наименование эмитента.
Открытое акционерное общество «Предприятие «А»
Сокращенное наименование.
ОАО «Предприятие «А»

Предприятие существует с 1996 года. В течение данного времени наименование предприятия не изменялось.

4.1.2. Сведения о государственной регистрации эмитента

Дата государственной регистрации эмитента: 00.00.00г.

Номер свидетельства о государственной регистрации (иного документа, подтверждающего государственную регистрацию эмитента): 000.000

Орган, осуществивший государственную регистрацию: Московская регистрационная палата

Основной государственный регистрационный номер эмитента: 0000000000000. Соответствующая запись внесена в Единый государственный реестр юридических лиц 00.00.00г. Межрайонной инспекцией МНС России № 00 по г. Москве.

4.1.3. Сведения о создании и развитии эмитента

Предприятие с начала своего функционирования было ориентировано на производство Изделия 1. За этот период предприятие постоянно развивалось: производство Изделия 1 выросло в 20 раз. Предприятие освоило выпуск также новых видов продукции: Изделие 2, Изделие 3. Это позволило предприятию прочно завоевать к 2003 году 10% рынка сбыта.

4.1.4. Контактная информация

Место нахождения, почтовый адрес эмитента и контактные телефоны.

Место нахождения: 000000, г. Москва, ул. Первая, д. 1

Почтовый адрес: 000000, г. Москва, ул. Первая, д. 1

Тел.: (095) 000-00-00 Факс: (095) 000-00-00

Адрес электронной почты: info@predpriyatie_a.ru

Адрес страницы в сети “Интернет”, на которой публикуется текст зарегистрированного проспекта ценных бумаг эмитента: www.predpriyatie_a.ru

4.1.5. Идентификационный номер налогоплательщика

ИНН: 000000000

4.1.6. Филиалы и представительства эмитента

Предприятие не имеет филиалов и представительств.

4.2. Основная хозяйственная деятельность эмитента

4.2.1. Отраслевая принадлежность эмитента

ОКВЭД: 00.00, 00.00.

4.2.2. Основная хозяйственная деятельность эмитента

Основным направлением деятельности Предприятия «А» является производство Изделия 1.

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Доля доходов от производства и реализации изделия 1, %	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%

4.2.3. Основные виды продукции (работ, услуг)

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Объем производства Изделия 1, единиц	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Среднегодовая цена Изделия 1, руб.	000,00	000,00	000,00	000,00	000,00	000,00

Объем выручки от продажи Изделия 1, тыс. руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Доля от общего объема выручки, %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Соответствующий индекс цен, %	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%

Описывается система сбыта за 5 последних завершенных финансовых лет, либо за каждый завершённый финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет, а также за последний завершённый отчетный период до даты утверждения проспекта ценных бумаг, по каждому из указываемых основных видов продукции (работ, услуг) эмитента в процентах от объема продажи продукции (работ, услуг).

Наименование продукции (работ, услуг)	Схема продаж продукции (работ, услуг)	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Изделие 1	Прямые продажи, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
	Собственная торговая сеть, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
	Контролируемая торговая сеть, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
	Иное (указать), %	-	-	-	-	-	-

Структура затрат эмитента на производство и продажу Изделия 1.

Наименование статьи затрат	Отчетный период
Сырье и материалы, %	00,00
Приобретенные комплектующие изделия, полуфабрикаты, %	00,00
Работы и услуги производственного характера, выполненные сторонними организациями, %	00,00
Топливо, %	00,00
Энергия, %	00,00
Затраты на оплату труда, %	00,00
Проценты по кредитам, %	00,00
Арендная плата, %	00,00
Отчисления на социальные нужды, %	00,00
Амортизация основных средств, %	00,00
Налоги, включаемые в себестоимость продукции, %	00,00
Прочие затраты (пояснить), %	00,00
амортизация по нематериальным активам, %	00,00
вознаграждения за рационализаторские предложения, %	
обязательные страховые платежи, %	00,00
представительские расходы, %	00,00
иное, %	00,00
Итого: затраты на производство и продажу продукции (работ, услуг) (себестоимость), %	100
Выручка от продажи продукции (работ, услуг), %	00,00

Также существенное значение для предприятия имеет выпуск Изделия 2 и 3.

Бухгалтерский учет осуществляется в соответствии с Политикой учета, утвержденной Предприятием «А»: финансовый год начинается в январе, метод учета себестоимости: FIFO.

4.2.4. Поставщики эмитента, на долю которых приходится 10 и более процентов всех поставок товарно-материальных ценностей, с указанием их доли в общем объеме поставок ЗАО «Предприятие Б» - 00,00%.

4.2.5. Рынки сбыта продукции (работ, услуг) эмитента

Основным рынком сбыта продукции является Московский регион (в основном город Москва).

4.2.6. Практика деятельности в отношении оборотного капитала и запасов

Оборотные средства предприятия составляют около 00% от валюты баланса. Предприятию требуется поддерживать объем оборотных средств в размере до 000 000 рублей для поддержания нормального производственного цикла. Хотя в основном реализация продукции осуществляется по принципу «поставка против платежа», у предприятия есть клиенты, которые работают на условиях товарного кредита.

Коэффициент оборачиваемости запасов – 00,00.

4.2.7. Сырье

Основными источниками сырья являются ряд предприятий, сосредоточенных, в основном, в московском регионе. Уровень цен на основное сырье меняется, в среднем, в соответствии с темпами инфляции.

4.2.8. Основные конкуренты

У предприятия существует около 3 конкурентов на рынке.

Основными конкурентными преимуществами продукции, выпускаемой Предприятием «А», являются:

- наличие уникальных патентов, технических решений, позволяющих улучшить качество производимой продукции по сравнению с аналогами;
- налаженная система прямых продаж, позволяющая осуществлять индивидуальный подход к клиенту.

п/п	Наименование	Страна регистрации	Объем проданной продукции (работ, услуг)	Доля на рынке, %				
				1999	2000	2001	2002	2003
1.	Предприятие - эмитент	Россия	000 000	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
2	Конкурент 1	Россия	000 000	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
3	Конкурент 2	Россия	000 000	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
4.	Конкурент 3	Россия	000 000	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00

4.2.9. Сведения о наличии у эмитента лицензий

№ п/п	№ лицензии	дата выдачи	срок действия	орган, выдавший лицензию	вид деятельности
1	0000	01.01.2002	С 01.01.2002 по 01.01.2007 г.
2	111111	01.01.2000	С 01.01.2000 по 01.01.2003
3	42 ИР-000000	01.01.2001	С 01.01.2001 по 01.01.2004

4.2.10. Совместная деятельность эмитента

Предприятие не осуществляет совместной деятельности с другими лицами.

4.3. Планы будущей деятельности эмитента

Предприятие планирует в дальнейшем наращивать объемы производства своей продукции (Изделий 1, 2, 3), увеличивая свою долю на рынке к 2005 году до 00%, а также планирует освоить выпуск новой продукции – Изделия 4.

4.4. Участие эмитента в промышленных, банковских и финансовых группах, холдингах, концернах и ассоциациях

Предприятие не участвует в промышленных, банковских и финансовых группах.

4.5. Дочерние и зависимые хозяйственные общества эмитента

Предприятие не имеет дочерних и зависимых обществ.

4.6. Состав, структура и стоимость основных средств эмитента, информация о планах по приобретению, замене, выбытию основных средств, а также обо всех фактах обременения основных средств эмитента

4.6.1. Основные средства

п/п	Наименование группы основных средств	Полная стоимость до проведения переоценки (тыс. руб.)	Остаточная (за вычетом амортизации) стоимость до проведения переоценки (тыс. руб.)	Дата проведения переоценки (тыс. руб.)	Полная стоимость после проведения переоценки (тыс. руб.)	Остаточная (за вычетом амортизации) стоимость после проведения переоценки (тыс. руб.)
1	Здания	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
2	Сооружения	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
3	Машины и оборудование	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
4	Незавершенное строительство	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Итого, руб.:		000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

00.00.00 предприятием была произведена переоценка по рыночной стоимости соответствующих основных средств, подтвержденной документами об оценке, произведенной независимым оценщиком.

В течение ближайшего года предприятие планирует приобрести дополнительно оборотные средства на сумму 000 000 тыс. рублей.

В настоящее время каких-либо обременений основных средств предприятия нет.

4.6.2. Стоимость недвижимого имущества эмитента

В настоящее время общая стоимость недвижимого имущества, находящегося на балансе эмитента составляет 000 000 тыс. рублей. Объем начисленной амортизации – 000 000 тыс. рублей.

V. Сведения о финансово - хозяйственной деятельности эмитента

5.1. Результаты финансово - хозяйственной деятельности эмитента

5.1.1. Прибыль и убытки

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Выручка, руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Валовая прибыль, руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (непокрытый убыток), руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Производительность труда, руб./чел.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Фондоотдача, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Рентабельность активов, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00

Рентабельность собственного капитала, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Рентабельность продукции (продаж), %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Сумма непокрытого убытка на отчетную дату, руб.	-	-	-	-	-	-
Соотношение непокрытого убытка на отчетную дату и валюты баланса	-	-	-	-	-	-

Предприятие демонстрирует тенденцию к увеличению прибыльности, что было обусловлено ростом объема продаж за исследуемый период, повышением производительности и качества труда.

5.1.2. Факторы, оказавшие влияние на изменение размера выручки от продажи эмитентом товаров, продукции, работ, услуг и прибыли (убытков) эмитента от основной деятельности

Основными факторами роста выручки от продажи эмитентом товаров явились увеличение спроса, вызванное усилиями маркетологов компании (рекламные акции, правильное позиционирование товара) (00%), инфляция (00%).

Основными факторами роста прибыли от продажи эмитентом товаров явились рост выручки (00%), снижение себестоимости товаров (00%).

5.2. Ликвидность эмитента

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Собственные оборотные средства, руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Коэффициент финансовой зависимости	0,169	0,202	0,144	0,213	0,212	0,263
Коэффициент автономии собственных средств	5,639	5,202	8,243	4,681	5,23	4,86
Обеспеченность запасов собственными оборотными средствами	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Индекс постоянного актива	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Текущий коэффициент ликвидности	2,019	2,096	2,251	2,326	2,532	2,964
Быстрый коэффициент ликвидности	0,086	0,323	0,119	0,086	0,097	0,074

Финансовые показатели ликвидности характеризуют предприятие как финансово устойчивое. Активы предприятия сбалансированы по срокам с пассивами. У предприятия достаточно средств для того, чтобы погашать текущие обязательства.

5.3. Размер, структура и достаточность капитала и оборотных средств эмитента

5.3.1. Размер и структура капитала и оборотных средств эмитента

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Размер уставного капитала эмитента, тыс. рублей	000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000

Соответствие размера уставного капитала эмитента, приведенного в настоящем разделе, учредительным документам эмитента	да	да	да	да	да	да
Общая стоимость акций (долей) эмитента, выкупленных эмитентом для последующей перепродажи, тыс. рублей	000	000	000	000	000	000
Процент акций (долей) эмитента, выкупленных эмитентом для последующей перепродажи от размещенных акций (уставного капитала) эмитента, %	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%	00,00%
Размер резервного капитала эмитента, формируемого за счет отчислений из прибыли эмитента, тыс. рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Размер добавочного капитала эмитента, отражающий прирост стоимости активов, выявляемый по результатам переоценки, тыс. рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Размер добавочного капитала эмитента, отражающий прирост стоимости активов, выявляемый по результатам переоценки, а также сумму разницы между продажной ценой (ценой размещения) и номинальной стоимостью акций (долей) общества за счет продажи акций (долей) по цене, превышающей номинальную стоимость, тыс. рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Размер нераспределенной чистой прибыли эмитента, тыс. рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Размер средств целевого финансирования эмитента, включающий суммы средств, предназначенных для осуществления мероприятий целевого назначения, средств, поступивших от других организаций и лиц, бюджетных средств и др., тыс. рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Общая сумма капитала эмитента, тыс. рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

За 5 лет деятельности предприятие в 0,00 раз увеличило размер уставного капитала. Размер добавочного капитала и общей суммы капитала также увеличились (в 0,00 и 0,00 раз соответственно).

5.3.2. Достаточность капитала и оборотных средств эмитента

Размер собственного капитала предприятия достаточен для выплаты заемных средств.

Среднедневные операционные расходы за последний отчетный квартал предприятия составляют 000 тыс. рублей. Размер оборотных средств эмитента достаточен для покрытия его текущих операционных расходов.

5.3.3. Денежные средства

Предприятие прогнозирует необходимость денежных средств на следующий квартал в объеме 000 000 тыс. рублей. В течение ближайшего года предприятию потребуется 0 000 000 рублей. Основными

источниками данных средств является настоящий выпуск облигационного займа. В случае возникновения кассовых разрывов предприятие намерено воспользоваться краткосрочными кредитами банков.

5.3.4. Финансовые вложения эмитента

Ниже представляется перечень финансовых вложений эмитента, которые составляют 10 и более процентов всех его финансовых вложений на конец последнего финансового года до даты утверждения проспекта ценных бумаг.

Наименование показателя	Значение
Вид ценной бумаги	Акции обыкновенные
Полное и сокращенное фирменные наименования (для некоммерческой организации - наименование) эмитента (лица, обязанного по неэмиссионным ценным бумагам), место нахождения	ОАО «Предприятие Б», г. Москва, ул. Восточная, д.3
Государственный регистрационный номер выпуска эмиссионных ценных бумаг и дата государственной регистрации, регистрирующий орган, осуществивший государственную регистрацию выпуска эмиссионных ценных бумаг	№ выпуска: 1-01-00000-А, выпуск зарегистрирован ФКЦБ России 00.00.00г.
Количество ценных бумаг, находящихся в собственности эмитента, штук	000 000
Общая номинальная стоимость ценных бумаг, находящихся в собственности эмитента, тыс. рублей	000 000
Общая балансовая стоимость ценных бумаг, находящихся в собственности эмитента, тыс. рублей	000 000
Размер объявленного дивиденда по обыкновенным акциям (при отсутствии данных о размере объявленного дивиденда по обыкновенным акциям в текущем году указывается размер дивиденда, объявленного в предшествующем году), срок выплаты	По акциям 00.00.00 г. выплачен дивиденд за 2002 год в размере 000,00 рублей на 1 акцию.

Предприятие не создавало резервов под обесценение данных ценных бумаг.
Иных финансовых вложений предприятие-эмитент не имеет.

5.3.5. Нематериальные активы эмитента

При наличии нематериальных активов эмитент раскрывает информацию об их составе, о первоначальной (восстановительной) стоимости нематериальных активов и величине начисленной амортизации, за 5 последних завершённых финансовых лет или за каждый завершённый финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет, если данные сведения не были отражены в бухгалтерской отчетности эмитента за соответствующий период.

п/п	Наименование группы нематериальных активов	Полная стоимость, рублей	Величина начисленной амортизации
1.	Торговые марки	000 000 000	000 000
2.	Авторские права	000 000 000	000 000
Итого, руб.:		000 000 000	000 000

5.4. Сведения о политике и расходах эмитента в области научно -технического развития, в отношении лицензий и патентов, новых разработок и исследований

Предприятие научно-технической деятельности в течение последних 5 лет не производило.
Предприятие обладает патентом № 0000000000.

5.5. Анализ тенденций развития в сфере основной деятельности эмитента

В настоящее время сфера деятельности, в которой функционирует предприятие можно назвать развивающейся и, следовательно, перспективной. Объем рынка за время функционирования Предприятия «А» увеличился, по различным оценкам, в 5-10 раз.

Предприятие с начала своего функционирования было ориентировано на производство Изделия 1. За этот период предприятие постоянно развивалось: производство Изделия 1 выросло в 20 раз. Предприятие освоило выпуск также новых видов продукции: Изделие 2, Изделие 3. Это позволило предприятию прочно завоевать к 2003 году 10% рынка сбыта.

Результаты деятельности предприятия за 5 лет можно охарактеризовать как удовлетворительные.

Наиболее важные отраслевые риски, могущие повлиять на деятельность эмитента:

– снижение спроса на продукцию компании-эмитента в результате возможной переориентации потребителей на продукты-заменители;

– повышение цен на основные материалы, используемые в производстве продукции.

VI. Подробные сведения о лицах, входящих в состав органов управления эмитента, органов эмитента по контролю за его финансово-хозяйственной деятельностью, и краткие сведения о сотрудниках (работниках) эмитента

6.1. Сведения о структуре и компетенции органов управления эмитента

Высшим органом управления Общества является его Общее собрание акционеров.

В компетенцию Совета директоров Общества входит решение вопросов общего руководства деятельностью Общества за исключением вопросов, отнесенных настоящим Уставом к исключительной компетенции Общего собрания акционеров. Руководство текущей деятельностью осуществляется Генеральным директором и Правлением Общества.

Компетенция общего собрания акционеров эмитента в соответствии с его уставом (учредительными документами):

Статья 15 Устава Общества. Компетенция общего собрания акционеров.

15.1 Высшим органом управления Общества является его Общее собрание акционеров.

15.2 К исключительной компетенции Общего собрания акционеров относятся следующие вопросы, которые не могут быть переданы на решение исполнительному органу Общества.

15.2.1. внесение изменений и дополнений в настоящий Устав или утверждение Устава Общества в новой редакции, принимаемое не менее чем тремя четвертями голосов, участвующих в собрании;

15.2.2. реорганизация Общества, принимаемая не менее чем тремя четвертями голосов, участвующих в собрании;

15.2.3. ликвидация Общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов, принимаемая не менее чем тремя четвертями голосов, участвующих в собрании;

15.2.4. определение количественного состава Совета директоров, избрание его членов, осуществляемое посредством процедуры куммулятивного голосования участвующих в собрании;

15.2.5. досрочное прекращение полномочий членов Совета директоров, принимаемое простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.2.6. определение предельного размера объявленных акций, принимаемое не менее чем тремя четвертями голосов, участвующих в собрании;

15.2.7. уменьшение уставного капитала Общества, принимаемое не менее чем тремя четвертями голосов, участвующих в собрании;

15.2.8. избрание членов Ревизионной комиссии Общества, осуществляемое посредством процедуры куммулятивного голосования участвующих в собрании, и досрочное прекращение их полномочий;

15.2.9. утверждение аудитора Общества, принимаемое простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.2.10. утверждение годовых отчетов бухгалтерских балансов, счета прибылей и убытков Общества, распределение его прибылей и убытков, принимаемое простым большинством, участвующих в собрании;

15.2.11. принятие решения о неприменении преимущественного права акционера на приобретение акций Общества или ценных бумаг, конвертируемых в акции, принимаемое простым большинством, участвующих в собрании;

15.2.12. принятие решения о порядке ведения Общего собрания акционеров в форме утверждения Положения "Об общем собрании акционеров" и изменений и дополнений к нему, принимаемых простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.2.13. образование счетной комиссии Общего собрания акционеров, принимаемое простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.2.15. заключение сделок в случаях, предусмотренных ст. 32 настоящего Устава, принимаемое простым большинством, участвующих в собрании;

15.2.16. совершение крупных сделок, связанных с приобретением и отчуждением Обществом имущества, в случаях, предусмотренных ст. 31 настоящего Устава, принимаемое не менее чем тремя четвертями голосов, участвующих в собрании;

15.2.17. увеличение уставного капитала Общества путем увеличения номинальной стоимости акций или путем размещения дополнительных акций принимаемое простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.2.18. образование единоличного исполнительного органа (Генеральный директор).

15.3. Общее собрание акционеров вправе принимать решение по вопросам, предусмотренным п.п. 15.2.2., 15.2.11., 15.2.14., 15.2.15., 15.2.16 исключительно по предложению Совета директоров. при этом, иные лица, имеющие в соответствии с настоящим Уставом полномочия вносить предложения в повестку дня годового или внеочередного Общего собрания акционеров, не вправе требовать от Совета директоров внесения в повестку дня собрания перечисленных вопросов.

15.5. Общее собрание акционеров не вправе рассматривать и принимать решения по вопросам, которые не отнесены к его компетенции настоящим Уставом.

15.6. Общее собрание акционеров не вправе принимать решения по вопросам, не включенным в повестку дня собрания, а также изменять повестку дня.

15.7. Общее собрание действует в соответствии с Положением "Об Общем собрании акционеров", утверждаемым собранием простым большинством голосов.

Компетенция совета директоров (наблюдательного совета) эмитента в соответствии с его уставом (учредительными документами):

Согласно п. 15.4 Устава Общества:

Общее собрание акционеров, принимая настоящий Устав, передает в компетенцию Совета директоров следующие вопросы:

15.4.1. решение о приобретении и выкупе Обществом своих размещенных акций, в случаях, предусмотренных настоящим Уставом, принимаемое простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.4.2. решение об участии в холдинговых компаниях финансово-промышленных группах, иных объединениях коммерческих организаций, принимаемое простым большинством голосов, участвующих в собрании;

15.4.3. назначение Генерального директора Общества и досрочное прекращение его полномочий, установление размеров выплачиваемых ему вознаграждений и компенсаций.

Данное положение Устава действует до первого Общего собрания, на котором будет принято простым большинством голосов иное, чем в п. 15.4 решение. Согласно п. 24.2.

Устава Общества:

В компетенцию Совета директоров Общества входит решение вопросов общего руководства деятельностью Общества за исключением вопросов, отнесенных настоящим Уставом к исключительной компетенции Общего собрания акционеров.

24.3. К исключительной компетенции Совета директоров относятся следующие вопросы:

24.3.1. определение приоритетных направлений деятельности Общества;

24.3.2. созыв годового и внеочередного Общих собраний акционеров Общества, за исключением случая, предусмотренного в п. 17.9 настоящего Устава;

24.3.3. утверждение повестки дня Общего собрания акционеров;

24.3.4. определение даты составления списка акционеров, имеющих право на участие в Общем собрании, и другие вопросы, отнесенные к компетенции Совета директоров Общества в соответствии с настоящим Уставом, связанные с подготовкой и проведением Общего собрания акционеров;

24.3.5. вынесение на решение Общего собрания акционеров вопросов, предусмотренных п. 15.2.2., 15.2.11., 15.2.14., 15.2.15., 15.2.16 настоящего Устава;

24.3.6. определение рыночной стоимости имущества в порядке, предусмотренном действующим законодательством РФ;

24.3.7. размещение обществом облигаций и иных ценных бумаг, приобретение размещенных Обществом акций, облигаций и иных ценных бумаг в случаях, предусмотренных законодательством РФ и настоящим Уставом;

24.3.8. назначение Генерального директора Общества и досрочное прекращение его полномочий, установление размеров выплачиваемых вознаграждений компенсаций;

24.3.9. определение размера выплачиваемых членам ревизионной комиссии Общества вознаграждений и компенсаций и определение размера оплаты аудитора;

24.3.10. рекомендации по размеру дивиденда по акциям и порядку их выплаты;

24.3.11. принятие решения об использовании резервного и иных фондов Общества;

24.3.12. утверждение внутренних документов Общества, определяющих порядок деятельности органов управления Общества;

24.3.13. принятие решения о создании филиалов и открытии представительств Общества, утверждение положения о них;

24.3.14. решение об участии в холдинговых компаниях, финансово-промышленных группах, иных объединениях коммерческих организаций;

24.3.15. принятие решений о заключении крупных сделок, связанных с приобретением и отчуждением Обществом имущества, в случае, предусмотренном ст. 32 Настоящего Устава;

24.3.16. принятие решения о заключении сделок, предусмотренных ст. 32 Настоящего Устава;

24.3.17. иные вопросы, отнесенные настоящим Уставом к компетенции Совета директоров.

24.4. Решения на заседании Совета директоров принимаются большинством присутствующих голосов, за исключением случаев, когда настоящим уставом определено иное количество голосов необходимое для принятия решения.

В случае равенства голосов членов Совета директоров голос Председателя Совета директоров является решающим.

24.5. Вопросы, отнесенные настоящим Уставом к исключительной компетенции Совета директоров не могут быть переданы на решение генерального директора или Правления Общества

24.6. Члены Совета директоров при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей должны действовать в интересах Общества, добросовестно и разумно. В противном случае члены Совета директоров несут солидарную ответственность перед Обществом в порядке, предусмотренном действующим законодательством РФ.

24.7. Членом Совета директоров может быть не акционер Общества.

24.8. Вопросы правового положения совета директоров Общества, не отраженные в настоящем Уставе, регулируются Положением Общества "О Совете директоров", принимаемом Общим собранием акционеров простым большинством голосов, участвующих в собрании.

24.9. Председатель Совета директоров, а также члены Совета директоров не вправе вмешиваться в оперативно-хозяйственную и распорядительную деятельность Генерального директора и членов правления Общества.

Компетенция единоличного и коллегиального исполнительных органов эмитента в соответствии с его уставом (учредительными документами):

Согласно п. 28.1 Устава Общества:

Руководство текущей деятельностью осуществляется Генеральным директором и Правлением Общества.

Генеральный директор, осуществляющий функции единоличного исполнительного органа Общества, осуществляет также функции председателя Правления Общества.

28.3. К компетенции исполнительных органов относятся все вопросы руководства текущей деятельностью Общества, за исключением вопросов, отнесенных к исключительной компетенции Общего собрания акционеров и Совета директоров.

28.4. Генеральный директор без доверенности действует от имени Общества, в том числе:

- осуществляет оперативное руководство деятельностью Общества;
- имеет право первой подписи под финансовыми документами;
- представляет интересы Общества как в РФ, так и за ее пределами;
- руководит работой Правления, председательствует на его заседаниях;
- представляет Совету директоров для утверждения персональный состав членов Правления;
- совершает сделки от имени Общества, за исключением случаев, предусмотренных Федеральным законом "Об акционерных обществах" и настоящим Уставом;

выдает доверенности от имени Общества;

- открывает в банках счета Общества;
- организует ведение бухгалтерского учета и отчетности Общества;
- издает приказы и дает указания, обязательные для исполнения всеми работниками Общества;
- исполняет другие функции, необходимые для достижения целей деятельности Общества и обеспечения его нормальной работы, в соответствии с действующим законодательством и настоящим уставом, за исключением функций, закрепленных Федеральным законом "Об акционерных обществах" и настоящим Уставом за другими органами управления Общества.

28.6. Правление является коллегиальным исполнительным органом Общества и под руководством Генерального директора осуществляет принятие решений по вопросам непосредственного текущего управления деятельностью Общества в период между Общими собраниями и заседаниями Совета директоров.

28.7. Правление создается в количестве, определяемом Советом директоров. Члены Правления назначаются Советом директоров по предложению Генерального директора сроком на три года.

Правление действует на основании настоящего Устава, а также принимаемого Советом директоров Положения "О Правлении Общества".

28.9. Требования, предъявляемые к лицам, избираемым на пост Генерального директора и в состав Правления, устанавливаются Положением "О Генеральном директоре" и Положением "О Правлении".

6.2. Информация о лицах, входящих в состав органов управления эмитента

Члены совета директоров:

Иванов Иван Иванович

Год рождения: 1950

Должности за последние 5 лет:

Период: 1994 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Генеральный директор

Доля в уставном капитале эмитента: 2.0%

Доли в дочерних/зависимых обществах эмитента:

Вознаграждения, выплаченные за отчетный квартал:

Заработная плата (руб.):

Премии (руб.):

Комиссионные (руб.):

Иные имущественные предоставления (руб.):

Всего (руб.):

Петров Петр Петрович

Год рождения: 1946

Должности за последние 5 лет:

Период: 1994 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Заместитель Генерального директора

Доля в уставном капитале эмитента: 2.0%

Доли в дочерних/зависимых обществах эмитента:

Вознаграждения, выплаченные за отчетный квартал:

Заработная плата (руб.):

Премии (руб.):

Комиссионные (руб.):

Иные имущественные предоставления (руб.):

Всего (руб.):

Сидоров Семен Семенович

Год рождения: 1944

Должности за последние 5 лет:

Период: -

Организация: Предприятие «Б»

Сфера деятельности: образование

Должность: Главный конструктор

Доля в уставном капитале эмитента: 2.0%

Доли в дочерних/зависимых обществах эмитента:

Вознаграждения, выплаченные за отчетный квартал:

Заработная плата (руб.):

Премии (руб.):

Комиссионные (руб.):

Иные имущественные предоставления (руб.):

Всего (руб.):

Единоличный исполнительный орган, а также члены коллегиального исполнительного органа эмитента:

Иванов Иван Иванович

Год рождения: 1950

Должности за последние 5 лет:

Период: 1994 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Генеральный директор

Доля в уставном капитале эмитента: 2,0%

Доли в дочерних/зависимых обществах эмитента:
 Вознаграждения, выплаченные за отчетный квартал:
 Заработная плата (руб.):
 Премии (руб.):
 Комиссионные (руб.):
 Иные имущественные предоставления (руб.):
 Всего (руб.):
 Коллегиальный исполнительный орган не сформирован.

6.3. Сведения о размере вознаграждения, льгот и/или компенсации расходов по каждому органу управления эмитента

См. п. 6.2.

6.4. Сведения о структуре и компетенции органов контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента

Органом контроля за финансово-хозяйственной деятельностью в соответствии с п. 20.1 Устава является ревизор.

Проверка (ревизия) финансово-хозяйственной деятельности общества осуществляется ревизором по итогам деятельности общества за год, а также во всякое время по инициативе ревизора общества, решению общего собрания акционеров, совета директоров общества или по требованию акционера (акционеров) общества, владеющего в совокупности не менее чем 10 процентами голосующих акций общества.

По требованию ревизора общества лица, занимающие должности в органах управления общества, обязаны представить документы о финансово-хозяйственной деятельности общества.

Ревизор общества вправе потребовать созыва внеочередного общего собрания акционеров.

6.5. Информация о лицах, входящих в состав органов контроля за финансово-хозяйственной деятельностью эмитента

Мельников Максим Петрович

Год рождения: 1959

Должности за последние 5 лет:

Период: 1994 - наст. время

Организация: Предприятие «А»

Сфера деятельности: ...

Должность: Начальник планового отдела

Доля в уставном капитале эмитента: 0%

Доли в дочерних/зависимых обществах эмитента:

Вознаграждения, выплаченные за отчетный квартал:

Заработная плата (руб.):

Премии (руб.):

Комиссионные (руб.):

6.6. Сведения о размере вознаграждения, льгот и/или компенсации расходов по органу контроля за финансово - хозяйственной деятельностью эмитента

См. п. 6.5.

6.7. Данные о численности и обобщенные данные об образовании и о составе сотрудников (работников) эмитента, а также об изменении численности сотрудников (работников) эмитента

Среднесписочная численность работников (сотрудников) эмитента, включая работников (сотрудников), работающих в его филиалах и представительствах, а также размер отчислений на заработную плату и социальное обеспечение за 5 последних завершаемых финансовых лет, либо за каждый завершаемый финансовый год если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет:

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Среднесписочная численность работников, чел.	00	00	00	00	00	00
Объем денежных средств, направленных на оплату труда, руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000
Объем денежных средств, направленных на социальное	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000

обеспечение, руб.						
Общий объем израсходованных денежных средств, руб.	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000	0 000 000

Сведения о сотрудниках (работниках) эмитента в зависимости от их возраста и образования за 5 последних завершенных финансовых лет, либо за каждый завершённый финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет.

Наименование показателя	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Сотрудники (работники), возраст которых составляет менее 25 лет, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Сотрудники (работники), возраст которых составляет от 25 до 35 лет, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Сотрудники (работники), возраст которых составляет от 35 до 55 лет, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Сотрудники (работники), возраст которых составляет более 55 лет, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
Итого:	100%	100%	100%	100%	100%	100%
из них:						
имеющие среднее и/или полное общее образование, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
имеющие начальное и/или среднее профессиональное образование, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
имеющие высшее профессиональное образование, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00
имеющие послевузовское профессиональное образование, %	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00	00,00

6.8. Сведения о любых обязательствах эмитента перед сотрудниками (работниками), касающихся возможности их участия в уставном (складочном) капитале (паевом фонде) эмитента
 Специальной программы участия работников в уставном капитале предприятия не предусмотрено.

VII. Сведения об участниках (акционерах) эмитента и о совершенных эмитентом сделках, в совершении которых имелась заинтересованность

7.1. Сведения об общем количестве акционеров (участников) эмитента

Общее число акционеров Предприятия «А», зарегистрированных в реестре на дату утверждения проспекта ценных бумаг: 5 лиц.

7.2. Сведения об участниках (акционерах) эмитента, владеющих не менее чем 5 процентами его уставного (складочного) капитала (паевого фонда) или не менее чем 5 процентами его обыкновенных акций, а также сведения об участниках (акционерах) таких лиц, владеющих не менее чем 20 процентами уставного (складочного) капитала (паевого фонда) или не менее чем 20 процентами их обыкновенных акций

Общество с ограниченной ответственностью «Б»

место нахождения: г. Москва, ул. Тверская, д. 2;
размер доли акционера эмитента в уставном капитале эмитента - 70%,
размер доли принадлежащих ему обыкновенных акций эмитента: 70%.

7.3. Сведения о доле участия государства или муниципального образования в уставном (складочном) капитале (паевом фонде) эмитента, наличии специального права ("золотой акции")

Доля государства в уставном капитале эмитента отсутствует. Специальное право («золотая акция») отсутствует.

7.4. Сведения об ограничениях на участие в уставном (складочном) капитале (паевом фонде) эмитента

Каких-либо ограничений на участие в уставном капитале эмитента уставом не предусмотрено.

7.5. Сведения об изменениях в составе и размере участия акционеров (участников) эмитента, владеющих не менее чем 5 процентами его уставного (складочного) капитала (паевого фонда) или не менее чем 5 процентами его обыкновенных акций

В течение 5 лет единственным акционером, владеющим не менее, чем 5% уставного капитала эмитента является ООО «Б». Доля данного акционера не менялась.

7.6. Сведения о совершенных эмитентом сделках, в совершении которых имелась заинтересованность

Общее число сделок совершенных предприятием в течение 5 лет: 1 на сумму 000 000 тыс. рублей.

Описание сделки:

дата совершения сделки: 00.00.00г.;

предмет сделки и иные существенные условия сделки: приобретение сборочной линии;

стороны сделки:

ООО «Б»

Сумма сделки: 000 000 тыс. рублей;

срок исполнения обязательств по сделке, а также сведения об исполнении указанных обязательств: 00.00.00г., обязательства полностью исполнены;

орган управления эмитента, принявший решение об одобрении сделки, дата принятия соответствующего решения (дата составления и номер протокола): общее собрание акционеров Предприятия «А» (протокол № 000 от 00.00.00г.

7.7. Сведения о размере дебиторской задолженности

Структура дебиторской задолженности эмитента с указанием срока исполнения обязательств за последний заверченный финансовый год.

Вид дебиторской задолженности	Срок наступления платежа					
	до 30 дней	от 30 до 60 дней	От 60 до 90 дней	от 90 до 180 дней	от 180 дней до 1 года	более 1 года
Дебиторская задолженность, всего, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
в том числе:						
просроченная, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
покупатели и заказчики, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
векселя к получению, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
задолженность дочерних и зависимых обществ, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
авансы выданные, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
прочие дебиторы, руб.	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Итого, руб.:	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

VIII. Бухгалтерская отчетность эмитента и иная финансовая информация

8.1. Годовая бухгалтерская отчетность эмитента

БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС

(на 31 декабря 1998 г., на 31 декабря 1999 г., на 31 декабря 2000 г., на 31 декабря 2001 г., 31 декабря 2002 г.)

на 31 декабря 1998 г. Организация: Открытое акционерное общество «Предприятие А» Идентификационный номер налогоплательщика Вид деятельности: Производство Организационно-правовая форма / форма собственности: Открытое акционерное общество / частная Единица измерения: тыс. руб.	Форма № 1 по ОКУД Дата (год, месяц, число) по ОКПО ИНН по ОКДП по ОКОПФ/ОКФС по ОКЕИ	Коды 0710001 00000006 0000000000 00000 00/00
--	---	---

АКТИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Нематериальные активы (04, 05)	110	000 000	000 000
патенты, лицензии, товарные знаки (знаки обслуживания), иные аналогичные с перечисленными права и активы	111	000 000	000 000
организационные расходы	112	000 000	000 000
деловая репутация организации	113	000 000	000 000
Основные средства (01, 02, 03)	120	000 000	000 000
земельные участки и объекты природопользования	121	000 000	000 000
здания, машины и оборудование	122	000 000	000 000
Незавершенное строительство (07, 08, 16, 61)	130	000 000	000 000
Доходные вложения в материальные ценности (03)	135	000 000	000 000
имущество для передачи в лизинг	136	000 000	000 000
имущество, предоставляемое по договору проката	137	000 000	000 000
Долгосрочные финансовые вложения (06,82)	140	000 000	000 000
инвестиции в дочерние общества	141	000 000	000 000
инвестиции в зависимые общества	142	000 000	000 000
инвестиции в другие организации	143	000 000	000 000
займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	144	000 000	000 000
прочие долгосрочные финансовые вложения	145	000 000	000 000
Прочие внеоборотные активы	150	000 000	000 000
ИТОГО по разделу I	190	000 000	000 000
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Запасы	210	000 000	000 000
сырье, материалы и другие аналогичные ценности (10, 12, 13, 16)	211	000 000	000 000
животные на выращивании и откорме (11)	212	000 000	000 000
затраты в незавершенном производстве (издержках обращения) (20, 21, 23, 29, 30, 36, 44)	213	000 000	000 000
готовая продукция и товары для перепродажи (16, 40, 41)	214	000 000	000 000
товары отгруженные (45)	215	000 000	000 000
расходы будущих периодов (31)	216	000 000	000 000
прочие запасы и затраты	217	000 000	000 000
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям (19)	220	000 000	000 000
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	000 000	000 000
покупатели и заказчики (62, 76, 82)	231	000 000	000 000
векселя к получению (62)	232	000 000	000 000
задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	233	000 000	000 000
авансы выданные (61)	234	000 000	000 000
прочие дебиторы	235	000 000	000 000

Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	000 000	000 000
покупатели и заказчики (62, 76, 82)	241	000 000	000 000
векселя к получению (62)	242	000 000	000 000
задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	243	000 000	000 000
задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал (75)	244	000 000	000 000
авансы выданные (61)	245	000 000	000 000
прочие дебиторы	246	000 000	000 000
Краткосрочные финансовые вложения (56,58,82)	250	000 000	000 000
займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	251	000 000	000 000
собственные акции, выкупленные у акционеров	252	000 000	000 000
прочие краткосрочные финансовые вложения	253	000 000	000 000
Денежные средства	260	000 000	000 000
касса (50)	261	000 000	000 000
расчетные счета (51)	262	000 000	000 000
валютные счета (52)	263	000 000	000 000
прочие денежные средства (55, 56, 57)	264	000 000	000 000
Прочие оборотные активы	270	000 000	000 000
ИТОГО по разделу II	290	000 000	000 000
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	300	4 275 823	4 521 800

ПАССИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ			
Уставный капитал (85)	410	000 000	000 000
Добавочный капитал (87)	420	000 000	000 000
Резервный капитал (86)	430	000 000	000 000
резервы, образованные в соответствии с законодательством	431	000 000	000 000
резервы, образованные в соответствии с учредительными документами	432	000 000	000 000
Фонд социальной сферы (88)	440	000 000	000 000
Целевые финансирование и поступления (96)	450	000 000	000 000
Нераспределенная прибыль прошлых лет (88)	460	000 000	000 000
Непокрытый убыток прошлых лет (88)	465	000 000	000 000
Нераспределенная прибыль отчетного года (88)	470	000 000	000 000
Непокрытый убыток отчетного года (88)	475	000 000	000 000
ИТОГО по разделу III	490	000 000	000 000
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Займы и кредиты (92, 95)	510	000 000	000 000
кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	511	000 000	000 000
займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	512	000 000	000 000
Прочие долгосрочные обязательства	520	000 000	000 000
ИТОГО по разделу IV	590	000 000	000 000
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Займы и кредиты (90, 94)	610	000 000	000 000
кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	611	000 000	000 000
займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	612	000 000	000 000
Кредиторская задолженность	620	000 000	000 000
поставщики и подрядчики (60, 76)	621	000 000	000 000
векселя к уплате (60)	622	000 000	000 000
задолженность перед дочерними и зависимыми обществами (78)	623	000 000	000 000
задолженность перед персоналом организации (70)	624	000 000	000 000
задолженность перед государственными внебюджетными фондами (69)	625	000 000	000 000
задолженность перед бюджетом (68)	626	000 000	000 000
авансы полученные (64)	627	000 000	000 000
прочие кредиторы	628	000 000	000 000
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов (75)	630	000 000	000 000

Доходы будущих периодов (83)	640	000 000	000 000
Резервы предстоящих расходов (89)	650	000 000	000 000
Прочие краткосрочные обязательства	660	000 000	000 000
ИТОГО по разделу V	690	000 000	000 000
БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	700	4 275 823	4 521 800

**СПРАВКА
О НАЛИЧИИ ЦЕННОСТЕЙ, УЧИТЫВАЕМЫХ НА ЗАБАЛАНСОВЫХ СЧЕТАХ**

Наименование показателя	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
Арендованные основные средства (001)	910	000 000	000 000
в том числе по лизингу	911	000 000	000 000
Товарно-материальные ценности, принятые на ответственное хранение (002)	920	000 000	000 000
Товары, принятые на комиссию (004)	930	000 000	000 000
Списанная в убыток задолженность неплатежеспособных дебиторов (007)	940	000 000	000 000
Обеспечения обязательств и платежей полученные (008)	950	000 000	000 000
Обеспечения обязательств и платежей выданные (009)	960	000 000	000 000
Износ жилищного фонда (014)	970	000 000	000 000
Износ объектов внешнего благоустройства и других аналогичных объектов (015)	980	000 000	000 000

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

(за 1998 г., 1999 г., 2000 г., 2001 г., 2002 г.)

за 1998 год

Организация: **Открытое акционерное общество "Предприятие А"**

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид деятельности: **Производство**

Организационно-правовая форма / форма собственности: **Открытое акционерное общество / частная**

Единица измерения: **тыс. руб.**

Форма № 2 по ОКУД

Дата (год, месяц, число)

по ОКПО

ИНН

по ОКДП

по

ОКОПФ/ОКФС

по ОКЕИ

Коды	
0710002	
00000000	
0000000000	
00000	
00/00	

по оплате

Наименование показателя	Код стр.	За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
1	2	3	4
I. Доходы и расходы по обычным видам деятельности			
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	000 000	000 000
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	000 000	000 000
Валовая прибыль	029	000 000	000 000
Коммерческие расходы	030	000 000	000 000
Управленческие расходы	040	000 000	000 000
Прибыль (убыток) от продаж (строки (010 - 020 - 030 - 040))	050	000 000	000 000
II. Операционные доходы и расходы			
Проценты к получению	060	000 000	000 000
Проценты к уплате	070	000 000	000 000
Доходы от участия в других организациях	080	000 000	000 000
Прочие операционные доходы	090	000 000	000 000
Прочие операционные расходы	100	000 000	000 000
III. Внеоперационные доходы и расходы			
Внеоперационные доходы	120	000 000	000 000
Внеоперационные расходы	130	000 000	000 000
Прибыль (убыток) до налогообложения (строки 050 + 060 - 070 + 080 + 090 - 100 + 120 - 130)	140	000 000	000 000
Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	150	000 000	000 000
Прибыль (убыток) от обычной деятельности	160	000 000	000 000
IV. Чрезвычайные доходы и расходы			
Чрезвычайные доходы	170	000 000	000 000
Чрезвычайные расходы	180	000 000	000 000
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (убыток) отчетного периода) (строки (160 + 170 - 180))	190	000 000	000 000
СПРАВОЧНО.			
Дивиденды, приходящиеся на одну акцию: по привилегированным	201	000 000	000 000
по обычным	202	000 000	000 000
Предполагаемые в следующем отчетном году суммы дивидендов, приходящиеся на одну акцию: по привилегированным	203	000 000	000 000
по обычным	204	000 000	000 000

РАСШИФРОВКА ОТДЕЛЬНЫХ ПРИБЫЛЕЙ И УБЫТКОВ

Наименование показателя	Код стр.	За отчетный период		За аналогичный период предыдущего года	
		прибыль	убыток	прибыль	убыток
1	2	3	4	5	6
Штрафы, пени и неустойки признанные или по которым	210	000 000	000 000	000 000	000 000

получены решения суда (арбитражного суда) об их взыскании					
Прибыль (убыток) прошлых лет	220	000 000	000 000	000 000	000 000
Возмещение убытков, причиненных неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательств	230	000 000	000 000	000 000	000 000
Курсовые разницы по операциям в иностранной валюте	240	000 000	000 000	000 000	000 000
Снижение себестоимости материально-производственных запасов на конец отчетного периода	250	000 000	000 000	000 000	000 000
Списание дебиторских и кредиторских задолженностей, по которым истек срок исковой давности	260	000 000	000 000	000 000	000 000

8.2. Квартальная бухгалтерская отчетность эмитента за последний завершенный отчетный квартал

БУХГАЛТЕРСКИЙ БАЛАНС

на **31 сентября 2003 г.**

Организация: **Открытое акционерное общество «Предприятие А»**

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид деятельности: **Производство**

Организационно-правовая форма / форма собственности: **Открытое акционерное общество / частная**

Единица измерения: **тыс. руб.**

Форма № 1 по ОКУД

Дата (год, месяц, число)

по ОКПО

ИНН

по ОКДП

по

ОКОПФ/ОКФС

по ОКЕИ

Коды		
0710001		
00000006		
0000000000		
00000		
00/00		

АКТИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Нематериальные активы (04, 05)	110	000 000	000 000
патенты, лицензии, товарные знаки (знаки обслуживания), иные аналогичные с перечисленными права и активы	111	000 000	000 000
организационные расходы	112	000 000	000 000
деловая репутация организации	113	000 000	000 000
Основные средства (01, 02, 03)	120	000 000	000 000
земельные участки и объекты природопользования	121	000 000	000 000
здания, машины и оборудование	122	000 000	000 000
Незавершенное строительство (07, 08, 16, 61)	130	000 000	000 000
Доходные вложения в материальные ценности (03)	135	000 000	000 000
имущество для передачи в лизинг	136	000 000	000 000
имущество, предоставляемое по договору проката	137	000 000	000 000
Долгосрочные финансовые вложения (06,82)	140	000 000	000 000
инвестиции в дочерние общества	141	000 000	000 000
инвестиции в зависимые общества	142	000 000	000 000
инвестиции в другие организации	143	000 000	000 000
займы, предоставленные организациям на срок более 12 месяцев	144	000 000	000 000
прочие долгосрочные финансовые вложения	145	000 000	000 000
Прочие внеоборотные активы	150	000 000	000 000
ИТОГО по разделу I	190	000 000	000 000
II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Запасы	210	000 000	000 000
сырье, материалы и другие аналогичные ценности (10, 12, 13, 16)	211	000 000	000 000
животные на выращивании и откорме (11)	212	000 000	000 000
затраты в незавершенном производстве (издержках обращения) (20, 21, 23, 29, 30, 36, 44)	213	000 000	000 000
готовая продукция и товары для перепродажи (16, 40, 41)	214	000 000	000 000
товары отгруженные (45)	215	000 000	000 000
расходы будущих периодов (31)	216	000 000	000 000
прочие запасы и затраты	217	000 000	000 000
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям (19)	220	000 000	000 000
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	000 000	000 000
покупатели и заказчики (62, 76, 82)	231	000 000	000 000
векселя к получению (62)	232	000 000	000 000
задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	233	000 000	000 000
авансы выданные (61)	234	000 000	000 000
прочие дебиторы	235	000 000	000 000
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	000 000	000 000
покупатели и заказчики (62, 76, 82)	241	000 000	000 000
векселя к получению (62)	242	000 000	000 000

задолженность дочерних и зависимых обществ (78)	243	000 000	000 000
задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал (75)	244	000 000	000 000
авансы выданные (61)	245	000 000	000 000
прочие дебиторы	246	000 000	000 000
Краткосрочные финансовые вложения (56,58,82)	250	000 000	000 000
займы, предоставленные организациям на срок менее 12 месяцев	251	000 000	000 000
собственные акции, выкупленные у акционеров	252	000 000	000 000
прочие краткосрочные финансовые вложения	253	000 000	000 000
Денежные средства	260	000 000	000 000
касса (50)	261	000 000	000 000
расчетные счета (51)	262	000 000	000 000
валютные счета (52)	263	000 000	000 000
прочие денежные средства (55, 56, 57)	264	000 000	000 000
Прочие оборотные активы	270	000 000	000 000
ИТОГО по разделу II	290	000 000	000 000
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	300	6 673 280	6 729 985

ПАССИВ	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ			
Уставный капитал (85)	410	000 000	000 000
Добавочный капитал (87)	420	000 000	000 000
Резервный капитал (86)	430	000 000	000 000
резервы, образованные в соответствии с законодательством	431	000 000	000 000
резервы, образованные в соответствии с учредительными документами	432	000 000	000 000
Фонд социальной сферы (88)	440	000 000	000 000
Целевые финансирование и поступления (96)	450	000 000	000 000
Нераспределенная прибыль прошлых лет (88)	460	000 000	000 000
Непокрытый убыток прошлых лет (88)	465	000 000	000 000
Нераспределенная прибыль отчетного года (88)	470	000 000	000 000
Непокрытый убыток отчетного года (88)	475	000 000	000 000
ИТОГО по разделу III	490	000 000	000 000
IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Займы и кредиты (92, 95)	510	000 000	000 000
кредиты банков, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	511	000 000	000 000
займы, подлежащие погашению более чем через 12 месяцев после отчетной даты	512	000 000	000 000
Прочие долгосрочные обязательства	520	000 000	000 000
ИТОГО по разделу IV	590	000 000	000 000
V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Займы и кредиты (90, 94)	610	000 000	000 000
кредиты банков, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	611	000 000	000 000
займы, подлежащие погашению в течение 12 месяцев после отчетной даты	612	000 000	000 000
Кредиторская задолженность	620	000 000	000 000
поставщики и подрядчики (60, 76)	621	000 000	000 000
векселя к уплате (60)	622	000 000	000 000
задолженность перед дочерними и зависимыми обществами (78)	623	000 000	000 000
задолженность перед персоналом организации (70)	624	000 000	000 000
задолженность перед государственными внебюджетными фондами (69)	625	000 000	000 000
задолженность перед бюджетом (68)	626	000 000	000 000
авансы полученные (64)	627	000 000	000 000
прочие кредиторы	628	000 000	000 000
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов (75)	630	000 000	000 000
Доходы будущих периодов (83)	640	000 000	000 000
Резервы предстоящих расходов (89)	650	000 000	000 000
Прочие краткосрочные обязательства	660	000 000	000 000
ИТОГО по разделу V	690	000 000	000 000

БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	700	6 673 280	6 729 985
--------------------------------------	-----	-----------	-----------

**СПРАВКА
О НАЛИЧИИ ЦЕННОСТЕЙ, УЧИТЫВАЕМЫХ НА ЗАБАЛАНСОВЫХ СЧЕТАХ**

Наименование показателя	Код стр.	На начало отчетного периода	На конец отчетного периода
1	2	3	4
Арендованные основные средства (001)	910	000 000	000 000
в том числе по лизингу	911	000 000	000 000
Товарно-материальные ценности, принятые на ответственное хранение (002)	920	000 000	000 000
Товары, принятые на комиссию (004)	930	000 000	000 000
Списанная в убыток задолженность неплатежеспособных дебиторов (007)	940	000 000	000 000
Обеспечения обязательств и платежей полученные (008)	950	000 000	000 000
Обеспечения обязательств и платежей выданные (009)	960	000 000	000 000
Износ жилищного фонда (014)	970	000 000	000 000
Износ объектов внешнего благоустройства и других аналогичных объектов (015)	980	000 000	000 000

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ

за 9 месяцев 2003 года

Организация: **Открытое акционерное общество "Предприятие А"**

Идентификационный номер налогоплательщика

Вид деятельности: **Производство**

Организационно-правовая форма / форма собственности: **Открытое акционерное общество / частная**

Единица измерения: **тыс. руб.**

Форма № 2 по ОКУД

Дата (год, месяц, число)

по ОКПО

ИНН

по ОКДП

по

ОКОПФ/ОКФС

по ОКЕИ

Коды	
0710002	
00000000	
0000000000	
00000	
00/00	

по оплате

Наименование показателя	Код стр.	За отчетный период	За аналогичный период предыдущего года
1	2	3	4
I. Доходы и расходы по обычным видам деятельности			
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	000 000	000 000
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	000 000	000 000
Валовая прибыль	029	000 000	000 000
Коммерческие расходы	030	000 000	000 000
Управленческие расходы	040	000 000	000 000
Прибыль (убыток) от продаж (строки (010 - 020 - 030 - 040))	050	000 000	000 000
II. Операционные доходы и расходы			
Проценты к получению	060	000 000	000 000
Проценты к уплате	070	000 000	000 000
Доходы от участия в других организациях	080	000 000	000 000
Прочие операционные доходы	090	000 000	000 000
Прочие операционные расходы	100	000 000	000 000
III. Внеоперационные доходы и расходы			
Внеоперационные доходы	120	000 000	000 000
Внеоперационные расходы	130	000 000	000 000
Прибыль (убыток) до налогообложения (строки 050 + 060 - 070 + 080 + 090 - 100 + 120 - 130)	140	000 000	000 000
Налог на прибыль и иные аналогичные обязательные платежи	150	000 000	000 000
Прибыль (убыток) от обычной деятельности	160	000 000	000 000
IV. Чрезвычайные доходы и расходы			
Чрезвычайные доходы	170	000 000	000 000
Чрезвычайные расходы	180	000 000	000 000
Чистая прибыль (нераспределенная прибыль (убыток) отчетного периода) (строки (160 + 170 - 180))	190	000 000	000 000
СПРАВОЧНО.	201	000 000	000 000
Дивиденды, приходящиеся на одну акцию:			
по привилегированным			
по обычным	202	000 000	000 000
Предполагаемые в следующем отчетном году суммы дивидендов, приходящиеся на одну акцию:	203	000 000	000 000
по привилегированным			
по обычным	204	000 000	000 000

РАСШИФРОВКА ОТДЕЛЬНЫХ ПРИБЫЛЕЙ И УБЫТКОВ

Наименование показателя	Код стр.	За отчетный период		За аналогичный период предыдущего года	
		прибыль	убыток	прибыль	убыток
1	2	3	4	5	6
Штрафы, пени и неустойки признанные или по которым получены решения суда (арбитражного суда) об их взыскании	210	000 000	000 000	000 000	000 000

Прибыль (убыток) прошлых лет	220	000 000	000 000	000 000	000 000
Возмещение убытков, причиненных неисполнением или ненадлежащим исполнением обязательств	230	000 000	000 000	000 000	000 000
Курсовые разницы по операциям в иностранной валюте	240	000 000	000 000	000 000	000 000
Снижение себестоимости материально-производственных запасов на конец отчетного периода	250	000 000	000 000	000 000	000 000
Списание дебиторских и кредиторских задолженностей, по которым истек срок исковой давности	260	000 000	000 000	000 000	000 000

8.3. Сводная бухгалтерская отчетность эмитента за три последних завершённых финансовых года или за каждый завершённый финансовый год

Эмитент не составляет сводную бухгалтерскую отчетность, потому что....

8.4. Сведения об общей сумме экспорта, а также о доле, которую составляет экспорт в общем объеме продаж

Предприятие не экспортирует продукцию.

8.5. Сведения о существенных изменениях, произошедших в составе имущества эмитента после даты окончания последнего завершённого финансового года

Существенных изменений в составе имущества предприятия не произошло.

8.6. Сведения об участии эмитента в судебных процессах в случае, если такое участие может существенно отразиться на финансово - хозяйственной деятельности эмитента

Предприятие не участвует в судебных процессах, которые могут существенно отразиться на финансово-хозяйственной деятельности эмитента.

IX. Подробные сведения о порядке и об условиях размещения эмиссионных ценных бумаг

9.1. Сведения о размещаемых ценных бумагах

9.1.1. Общая информация

Вид ценных бумаг: облигации

Серия и форма облигаций выпуска: Облигации именные бездокументарные серия 01, неконвертируемые

Серия: 01

Тип: процентные

Форма ценных бумаг: именные бездокументарные. Обязательное централизованное хранение не предусмотрено.

Регистратор выпуска: ООО «Регистратор»;

Количество размещаемых облигаций выпуска: 200 000 штук.

Номинальная стоимость каждой ценной бумаги выпуска: 1000 руб.

Общий объем выпуска (по номинальной стоимости): 200 000 000 рублей.

Дата начала размещения: Датой начала размещения облигаций выпуска является 7 (седьмой) рабочий день с даты государственной регистрации выпуска облигаций.

Дата окончания размещения: Датой окончания размещения облигаций выпуска является та из следующих дат, которая наступит раньше: дата размещения последней облигации выпуска или десятый рабочий день с даты начала размещения облигаций.

Цена размещения Облигаций устанавливается равной 1000 (одна тысяча) рублей за Облигацию.

9.1.2. Дополнительные сведения о размещаемых облигациях

а) Размер дохода по облигациям:

Купонным доходом по Облигациям является сумма купонных доходов, начисляемых и выплачиваемых за каждый купонный период.

Купонная ставка определяется на аукционе при размещении.

б) Порядок и условия погашения облигаций и выплаты по ним процента (купона):

Облигации имеют четыре купона.

Датой начала первого купонного периода выпуска является дата начала размещения Облигаций.

Датами начала второго и последующих купонных периодов являются соответственно 180-й, 360-й, дни с даты начала размещения Облигаций.

Купонные периоды заканчиваются соответственно в 180-й, 360-й, 540-й, дни с даты начала размещения Облигаций.

Расчёт суммы выплат по каждому из купонов на одну Облигацию производится по следующей формуле:

$$K_j = Y \times N \times (T_j - T_{j-1}) / 100\% \times 365$$

где

j - порядковый номер купонного периода, $j=1,2,3,4$;

K_j - сумма купонной выплаты по каждой Облигации, руб.;

N - номинальная стоимость одной Облигации, руб.;

Y - размер процентной ставки, проценты годовых;

T_{j-1} - дата начала j купонного периода;

T_j - дата окончания j -того купонного периода.

Сумма выплаты по первому-четвертому купонам в расчете на одну Облигацию определяется с точностью до одной копейки (округление производится по правилам математического округления до ближайшего целого числа. При этом под правилом математического округления следует понимать метод округления, при котором значение целой копейки (целых копеек) не изменяется, если первая за округляемой цифра равна от 1 до 4, и изменяется, увеличиваясь на единицу, если следующая цифра равна 5 - 9).

Период погашения Облигаций выпуска. Дата начала: 540 (пятьсот сороковой) день со дня начала размещения Облигаций выпуска.

Дата окончания: Даты начала и окончания периода погашения совпадают.

Настоящий проспект ценных бумаг содержит оценки и прогнозы уполномоченных органов управления эмитента касательно будущих событий и/или действий, перспектив развития отрасли экономики, в которой эмитент осуществляет основную деятельность, и результатов деятельности эмитента, в том числе планов эмитента, вероятности наступления определенных событий и совершения определенных действий. Инвесторы не должны полностью полагаться на оценки и прогнозы органов управления эмитента, так как фактические результаты деятельности эмитента в будущем могут отличаться от прогнозируемых результатов по многим причинам. Приобретение ценных бумаг эмитента связано с рисками, описанными в настоящем проспекте ценных бумаг.

в) Порядок и условия досрочного погашения облигаций:

Досрочное погашение не предусмотрено.

г) Порядок и условия приобретения облигаций эмитентом с возможностью их последующего обращения

Эмитент не предусматривает приобретение облигаций с возможностью их последующего обращения.

д) Сведения о платежных агентах по облигациям

Платежным агентом по облигациям является АКБ «Банк», осуществляющим погашение и выплату доходов по облигациям.

Данные о платежном агенте:

полное фирменное наименование: Акционерный коммерческий банк «Банк» (закрытое акционерное общество);

сокращенное фирменное наименование: АКБ «Банк»;

место нахождения: г. Москва, ул. Нижняя, д. 33;

номер и дата лицензии, на основании которой лицо может осуществлять функции платежного агента, орган, выдавший указанную лицензию: генеральная лицензия № 000000000 выдана Банком России 00.00.00г.;

е) Действия владельцев облигаций в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения эмитентом обязательств по облигациям

Неисполнение обязательств эмитента по облигациям является существенным нарушением условий заключенного договора займа (дефолт) в случае:

просрочки исполнения обязательства по выплате очередного процента (купона) по облигации на срок более 7 дней или отказа от исполнения указанного обязательства,

просрочки исполнения обязательства по выплате суммы основного долга по облигации на срок более 30 дней или отказа от исполнения указанного обязательства.

Указывается, что исполнение соответствующих обязательств с просрочкой, однако в пределах указанных в настоящем пункте сроков, составляет технический дефолт.

Санкции, налагаемые на эмитента в случае неисполнения, ненадлежащего исполнения эмитентом обязательств по облигациям:

....

Порядок обращения с требованием к эмитенту, лицам, несущим солидарную или субсидиарную ответственность по обязательствам эмитента, в случае неисполнения или ненадлежащего исполнения эмитентом обязательств по облигациям:

....

Порядок обращения с иском в суд или арбитражный суд (подведомственность и срок исковой давности):

....

Порядок раскрытия информации о неисполнении или ненадлежащем исполнении обязательств по облигациям, которая должна включать в себя объем неисполненных обязательств, причину неисполнения обязательств, перечисление возможных действий владельцев облигаций в случае дефолта и в случае технического дефолта, а также указание на сроки раскрытия информации и перечень средств массовой информации, в которых будет осуществлено ее раскрытие (включая адреса страниц в сети «Интернет»):

....

ж) Сведения о лице, предоставляющем обеспечение

Облигации выпускаются без обеспечения.

з) Условия обеспечения исполнения обязательств по облигациям

Облигации выпускаются без обеспечения.

9.2. Цена (порядок определения цены) размещения эмиссионных ценных бумаг

Цена размещения Облигаций устанавливается равной 1000 (одна тысяча рублей) руб. за Облигацию.

Начиная со второго дня размещения Облигаций выпуска, покупатель при совершении сделки купли-продажи Облигаций также уплачивает накопленный купонный доход по Облигациям (НКД), определяемый по следующей формуле:

$$\text{НКД} = N * Y * (T - T_0) / 100\% * 365, \text{ где}$$

НКД – накопленный купонный доход, руб.

N - номинальная стоимость одной Облигации, руб.;

Y - размер процентной ставки, проценты годовых (25%);

T - дата размещения Облигаций;

T₀ - дата начала размещения Облигаций.

Величина накопленного купонного дохода в расчете на одну Облигацию определяется с точностью до одной копейки (округление производится по правилам математического округления до ближайшего целого числа. При этом под правилом математического округления следует понимать метод округления, при котором значение целой копейки (целых копеек) не изменяется, если первая за округляемой цифра равна от 1 до 4, и изменяется, увеличиваясь на единицу, если следующая цифра равна 5 - 9).

9.3. Наличие преимущественных прав на приобретение размещаемых эмиссионных ценных бумаг

Преимущественное право не предусмотрено.

9.4. Наличие ограничений на приобретение и обращение размещаемых эмиссионных ценных бумаг

Ограничений на приобретение и обращение размещаемых облигаций не предусмотрено.

9.5. Сведения о динамике изменения цен на эмиссионные ценные бумаги эмитента

Ценные бумаги эмитента не имеют рыночной котировки.

9.6. Сведения о лицах, оказывающих услуги по организации размещения и/или по размещению эмиссионных ценных бумаг

Организатором размещения облигаций является ЗАО «Инвестиционная компания», лицензия на осуществление брокерской деятельности на рынке ценных бумаг № 000-00000000 выдана 1.01.2001г. сроком действия до 1.01.2005г.

Основные функции организатора:

- организационное и консультационное сопровождение выпуска облигационного займа;
- подготовка документов для государственной регистрации выпуска облигаций и отчета об итогах выпуска;
- подготовка документов для допуска к размещению на ММВБ;
- поиск инвесторов, сопровождение сделок с ними при размещении;
- функция финансового консультанта.

9.7. Сведения о круге потенциальных приобретателей эмиссионных ценных бумаг.

Потенциальные приобретатели – российские предприятия и физические лица.

9.8. Сведения об организаторах торговли на рынке ценных бумаг, в том числе о фондовых биржах, на которых предполагается размещение и/или обращение размещаемых эмиссионных ценных бумаг

Размещение облигаций осуществляется в Секции фондового рынка Закрытого акционерного общества «Московская межбанковская валютная биржа».

Место нахождения: г. Москва, Б. Кисловский пер., д. 3;

Лицензия организатора торговли № 00000000 от 00.00.00г. выдана ФКЦБ России.

9.9. Сведения о возможном изменении доли участия акционеров в уставном капитале эмитента в результате размещения эмиссионных ценных бумаг

Доля участия акционеров в уставном капитале эмитента в результате размещения облигаций не изменится.

9.10. Сведения о расходах, связанных с эмиссией ценных бумаг

Общий размер расходов эмитента, связанных с эмиссией ценных бумаг: 000 000 рублей;

сумма уплаченного налога и/или сбора, взимаемого в соответствии с законодательством Российской Федерации о налогах и сборах в ходе эмиссии ценных бумаг: 159 200 рублей.

9.11. Сведения о способах и порядке возврата средств, полученных в оплату размещаемых эмиссионных ценных бумаг в случае признания выпуска (дополнительного выпуска) эмиссионных ценных бумаг несостоявшимся или недействительным, а также в иных случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации

Способы и порядок возврата средств, полученных в оплату размещаемых ценных бумаг в случае признания выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг несостоявшимся или недействительным, а также в иных случаях, предусмотренных законодательством Российской Федерации:

....

Х. Дополнительные сведения об эмитенте и о размещенных им эмиссионных ценных бумагах

10.1. Дополнительные сведения об эмитенте

10.1.1. Сведения о размере, структуре уставного (складочного) капитала (паевого фонда) эмитента

Размер уставного капитала эмитента на дату утверждения проспекта ценных бумаг: 000 000 рублей, поделен на следующие акции:

000 000 штук обыкновенных акций номинальной стоимостью 000 рублей каждая на общую стоимость 000 000 рублей;

000 000 штук привилегированных акций типа «А» номинальной стоимостью 000 рублей каждая на общую стоимость 000 000 рублей;

000 000 штук привилегированных акций типа «Б» номинальной стоимостью 000 рублей каждая на общую стоимость 000 000 рублей.

10.1.2. Сведения об изменении размера уставного (складочного) капитала (паевого фонда) эмитента

В течение 5 лет размер уставного капитала не изменялся.

10.1.3. Сведения о формировании и об использовании резервного фонда, а также иных фондов эмитента

Параметр	01.01.99	01.01.00	01.01.01	01.01.02	01.01.03	01.10.03
Размер резервного фонда, установленный уставом, рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Размер фонда в денежном выражении на дату окончания каждого заверченного финансового года и в процентах от уставного капитала, рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

Размер отчислений в фонд в течение каждого завершенного финансового года, рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000
Размер средств фонда, использованных в течение каждого завершенного финансового года и направления использования этих средств, рублей	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000	000 000

10.1.4. Сведения о порядке созыва и проведения собрания (заседания) высшего органа управления эмитента

Высшим органом управления предприятия является общее собрание акционеров.

Сообщение акционерам о проведении общего собрания акционеров осуществляется путем направления им письменного уведомления или опубликования информации.

Форма сообщения акционерам о проведении общего собрания акционеров, в том числе орган печати в случае сообщения в форме опубликования информации, определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров. Уведомление о проведении общего собрания акционеров, в том числе рассылка бюллетеней для голосования, осуществляется заказным письмом.

Срок сообщения акционерам о проведении общего собрания акционеров – не позднее, чем за 20 дней.

Внеочередное общее собрание акционеров проводится по решению совета директоров (наблюдательного совета) общества на основании его собственной инициативы, требования ревизионной комиссии (ревизора) общества, аудитора общества, а также акционера (акционеров), являющегося владельцем не менее чем 10 процентов голосующих акций общества на дату предъявления требования. Решением должна быть определена форма проведения общего собрания акционеров (совместное присутствие или заочное голосование). Совет директоров (наблюдательный совет) общества не вправе изменить своим решением форму проведения внеочередного общего собрания акционеров, если требование ревизора общества, аудитора общества, а также указанного акционера (акционеров) о проведении внеочередного общего собрания акционеров.

При подготовке к проведению общего собрания акционеров совет директоров общества определяет дату, место и время проведения общего собрания акционеров; повестку дня общего собрания акционеров; дату составления списка акционеров, имеющих право на участие в общем собрании акционеров; порядок сообщения акционерам о проведении общего собрания акционеров; перечень информации (материалов), предоставляемой акционерам при подготовке к проведению общего собрания акционеров; форму и текст бюллетеня для голосования в случае голосования бюллетенями.

Акционеры (акционер) общества, являющиеся в совокупности владельцами не менее чем 2 процентов голосующих акций общества, в срок не позднее 30 дней после окончания финансового года общества, если уставом общества не установлен более поздний срок, вправе внести не более двух предложений в повестку дня годового общего собрания акционеров и выдвинуть кандидатов в совет директоров общества и ревизора общества, число которых не может превышать количественного состава этого органа.

10.1.5. Сведения о коммерческих организациях, в которых эмитент владеет не менее чем 5 процентами уставного (складочного) капитала (паевого фонда) либо не менее чем 5 процентами обыкновенных акций

Полное наименование: Общество с ограниченной ответственностью «ССС»;

сокращенное фирменное наименование: ООО «ССС»;

доля эмитента в уставном (складочном) капитале: 20%;

Совет директоров в ООО «ССС» не предусмотрен.

Коллегиальный исполнительный орган в ООО «ССС» не предусмотрен.

Генеральный директор: Поляков Константин Сергеевич.

10.1.6. Сведения о существенных сделках, совершенных эмитентом

00.00.00г.

Сделка по приобретению оборудованию.

Нотариальная форма заверения сделки не обязательна.

Цена сделки в денежном выражении и в процентах от балансовой стоимости активов эмитента на дату окончания последнего завершенного отчетного периода, предшествующего дате утверждения проспекта ценных бумаг: 0 000 000 рублей или 19%;

срок исполнения обязательств по сделке: 00.00.00г.

Сведения об исполнении указанных обязательств: обязательства исполнены;

Сделка не является крупной.

10.1.7. Сведения о кредитных рейтингах эмитента

Предприятие не имеет кредитного рейтинга

10.2 Сведения о каждой категории (типе) акций эмитента

Обыкновенные акции

номинальная стоимость каждой акции: 000 рублей;

количество акций, находящихся в обращении (количество акций, которые не являются погашенными или аннулированными): 000 000 штук;

количество дополнительных акций, находящихся в процессе размещения (количество акций дополнительного выпуска, в отношении которого не осуществлена государственная регистрация отчета об итогах их выпуска): 000 000 штук;

количество объявленных акций: 000 000 штук;

количество акций, находящихся на балансе эмитента: 000 000 штук;

количество дополнительных акций, которые могут быть размещены в результате конвертации размещенных ценных бумаг, конвертируемых в акции, или в результате исполнения обязательств по опционам эмитента: 000 000 штук;

государственный регистрационный номер и дата государственной регистрации: 0-00-00000-А от 00.00.00г.;

права, предоставляемые акциями их владельцам:

право акционера на получение объявленных дивидендов;

право акционера - владельца обыкновенных акций на участие в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции;

право акционера на получение части имущества эмитента в случае его ликвидации.

10.3. Сведения о предыдущих выпусках эмиссионных ценных бумаг эмитента, за исключением акций эмитента

Иных ценных бумаг предприятие не выпускало.

10.3.1. Сведения о выпусках, все ценные бумаги которых погашены (аннулированы)

Предприятие не аннулировало свои ценные бумаги

10.3.2. Сведения о выпусках, ценные бумаги которых обращаются

Обыкновенные акции

акции обыкновенные, именные, бездокументарные;

государственный регистрационный номер выпуска ценных бумаг, дата государственной регистрации выпуска ценных бумаг, а в случае наличия дополнительных выпусков ценных бумаг - также дата государственной регистрации каждого дополнительного выпуска ценных бумаг: 0-00-00000-А от 00.00.00г.;

дата государственной регистрации отчета об итогах выпуска ценных бумаг, а в случае наличия дополнительных выпусков ценных бумаг - также дата государственной регистрации отчета об итогах каждого дополнительного выпуска ценных бумаг или указание на то, что государственная регистрация отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг не осуществлена и объясняющие это обстоятельства: 00.00.00г.;

наименование регистрирующего органа (органов), осуществившего государственную регистрацию выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг и государственную регистрацию отчета об итогах выпуска (дополнительного выпуска) ценных бумаг: ФКЦБ России;

количество ценных бумаг выпуска, а при наличии дополнительного выпуска ценных бумаг, в отношении которого регистрирующим органом не принято решение об аннулировании присвоенного индивидуального номера (кода) этого дополнительного выпуска ценных бумаг, - также количество ценных бумаг такого дополнительного выпуска: 000 000 штук;

номинальная стоимость каждой ценной бумаги выпуска или указание на то, что в соответствии с законодательством Российской Федерации наличие номинальной стоимости у данного вида ценных бумаг не предусмотрено: 000 рублей;

объем выпуска ценных бумаг по номинальной стоимости, а при наличии дополнительного выпуска ценных бумаг, в отношении которого регистрирующим органом не принято решение об аннулировании присвоенного индивидуального номера (кода) этого дополнительного выпуска ценных бумаг, - также объем такого дополнительного выпуска ценных бумаг по номинальной стоимости или указание на то, что в соответствии с законодательством Российской Федерации наличие номинальной стоимости у данного вида ценных бумаг не предусмотрено: 000 000 рублей;

права, предоставляемые акциями их владельцам:

право акционера на получение объявленных дивидендов;

право акционера - владельца обыкновенных акций на участие в общем собрании акционеров с правом голоса по всем вопросам его компетенции;
право акционера на получение части имущества эмитента в случае его ликвидации.
порядок и условия погашения ценных бумаг выпуска.

10.3.3 Сведения о выпусках, обязательства эмитента по ценным бумагам которых не исполнены (дефолт)

Данные выпуски отсутствуют.

10.4 Сведения о лице (лицах), предоставившем (предоставивших) обеспечение по облигациям выпуска

Облигации с обеспечением не размещались.

10.5. Условия обеспечения исполнения обязательств по облигациям выпуска

Облигации с обеспечением не размещались.

10.6. Сведения об организациях, осуществляющих учет прав на эмиссионные ценные бумаги эмитента

Регистратор: ООО «Регистратор»

полное фирменное наименование: Общество с ограниченной ответственностью «Регистратор»

сокращенное фирменное наименование: ООО «Регистратор»;

место нахождения регистратора: г. Москва;

номер, дата выдачи, срок действия лицензии регистратора на осуществление деятельности по ведению реестра владельцев ценных бумаг, орган, выдавший указанную лицензию: № 0000- 0000-00000000 от 00.00.00г. выдано ФКЦБ России;

10.7. Сведения о законодательных актах, регулирующих вопросы импорта и экспорта капитала, которые могут повлиять на выплату дивидендов, процентов и других платежей нерезидентам

....

10.8. Описание порядка налогообложения доходов по размещенным и размещаемым эмиссионным ценным бумагам эмитента

С 01.01.2002 года налог на прибыль исчисляется и уплачивается на основании Главы 25 “Налог на прибыль организаций” Налогового кодекса РФ.

В соответствии с порядком, установленным п.п.10 пункта 1 статьи 251 НК РФ средства, полученные в погашение займа (включая облигации) не учитываются при определении налоговой базы по налогу на прибыль. При этом необходимо помнить, что проценты, начисленные по таким облигациям, признаются внереализационным доходом для целей налогообложения (пп.6 ст.250 НК РФ, пп.3 п.3 ст. 271). Начисление процентов осуществляется в порядке, предусмотренном пунктом 6 статьи 271.

При продаже или ином выбытии процентных облигаций, в т.ч. при их погашении эмитентом, налогооблагаемой прибылью является разница между суммой, рыночная стоимость облигаций (основание - ст. 250 НК РФ).

По всем вышеуказанным доходам применяется ставка налога в 24 %, при этом сумма налога, исчисленная по налоговой ставке 7,5 %, зачисляется в федеральный бюджет, 14,5 % - в бюджет субъекта РФ, 2 % - в местный бюджет полученной от покупателя или эмитента облигаций, а так же суммой накопленного процентного (купонного) дохода, уплаченной покупателем налогоплательщику, и суммой процентного (купонного) дохода, выплаченной налогоплательщику эмитентом и расходами на их приобретение и реализацию, суммы накопленного (купонного) дохода, уплаченной налогоплательщиком продавцу ценной бумаги. В случае совершения в течение отчетного (налогового) периода нескольких сделок купли-продажи облигаций расходы на их приобретение могут учитываться по себестоимости первых по времени приобретения облигаций, либо по себестоимости последних по времени приобретения облигаций. Налоговая база по операциям с ценными бумагами определяется налогоплательщиками самостоятельно отдельно от иных доходов (основание - ст. 280 НК РФ). Доход считается полученным на дату реализации (передачи) облигаций - для организаций, определяющих налогооблагаемую прибыль по методу начисления, либо на дату получения денежных средств за проданные облигации - для организаций, определяющих налогооблагаемую прибыль по кассовому методу (основание - ст. 271-273 НК РФ).

При безвозмездном получении облигаций налогооблагаемой прибылью считается (основание - ст. 284 НК РФ).

Налоговая база, на основании которой рассчитывается налог на прибыль юридического лица, исчисляется на основании данных налогового учета (ст.313 НК РФ).

2. Для юридических лиц, нерезидентов РФ.

В соответствии с порядком, установленным НК РФ исчисление и удержание суммы налога с доходов, выплачиваемых иностранным организациям, производится налоговым агентом по всем видам доходов, перечисленных в пункте 1 статьи 309 Кодекса, в том числе и с доходов, по размещаемым облигациям и от реализации облигаций или ином их выбытии, во всех случаях выплаты таких доходов. Исключением является случай, когда налоговый агент уведомлен получателем дохода, что выплачиваемый доход относится к постоянному представительству получателя дохода в РФ, о чем в распоряжение налогового агента предоставляется нотариально заверенная копия свидетельства о постановке на учет в налоговых органах (п.2 статьи 310 НК РФ). В этом случае юридическое лицо, осуществляющее деятельность через постоянное представительство, уплачивает налог на доходы самостоятельно.

Юридические лица - иностранные организации, осуществляющие деятельность через постоянное представительство, при определении налоговой базы по операциям с облигациями применяют положения статей НК РФ приведенные для юридических лиц – резидентов РФ (основание - ст. 307 НК РФ).

Юридические лица - иностранные организации, не осуществляющие деятельность через постоянное представительство в Российской Федерации или не предоставившие копию свидетельства и получающие доходы от источников в Российской Федерации, подлежат обложению налогом, удерживаемым у источника выплаты доходов (основание - ст. 309 НК РФ).

В этом случае ставка налога, удерживаемого эмитентом либо покупателем облигаций (налоговые агенты) с иностранной организации, составляет 20% (основание - ст. 284 и 310 НК РФ).

В случае если международными соглашениями РФ с государством, резидентом которого является иностранная организация, установлены иные правила, применяются эти иные правила. При этом налог с доходов иностранной организации не удерживается источником выплаты дохода при условии, если иностранная организация предоставит ему подтверждение о своем месте нахождения в иностранном государстве, с которым РФ имеет соответствующее соглашение об избежании двойного налогообложения. Такое подтверждение должно быть заверено компетентным органом соответствующего иностранного государства (основание - ст. 312 НК РФ).

б) Порядок налогообложения доходов от операций физических лиц с облигациями Эмитента:

При совершении операций с процентными облигациями физическое лицо резидент может становиться плательщиком налога на доходы.

При покупке облигаций по рыночной цене - налогооблагаемого дохода не возникает, соответственно отсутствует обязанность уплачивать налог на доходы.

При покупке облигаций по цене ниже рыночной (определяемой в соответствии с Распоряжением ФКЦБ РФ № 1087-р от 05.10.98) налогооблагаемым доходом физического лица является материальная выгода в виде разницы между рыночной ценой облигаций и суммой фактически произведенных расходов на их приобретение. Налог с материальной выгоды исчисляется физическим лицом самостоятельно и указывается в ежегодной налоговой декларации, подаваемой в налоговую инспекцию по месту жительства в срок не позднее 30 апреля года следующего за годом получения дохода (основания - ст. ст. 212, 228, 229 НК РФ).

В случае продажи облигаций налогооблагаемым доходом физического лица является разница между суммами, полученными от продажи облигаций, и документально подтвержденными расходами на их приобретение, реализацию и хранение, фактически произведенных физическим лицом (включая расходы, возмещаемые профессиональному участнику рынка ценных бумаг). К указанным расходам относятся:

- суммы, уплачиваемые продавцу в соответствии с договором;
- оплата услуг, оказываемых депозитарием;
- комиссионные отчисления профессиональным участникам рынка ценных бумаг;
- биржевой сбор (комиссия);
- оплата услуг регистратора;

другие расходы, непосредственно связанные с куплей, продажей и хранением облигаций, оплачиваемые за услуги, оказываемые профессиональными участниками рынка ценных бумаг в рамках их профессиональной деятельности.

Доход по сделке купли-продажи облигаций, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, может уменьшаться также и на сумму процентов, уплаченных за пользование денежными средствами, привлеченными для совершения сделки купли-продажи ценных бумаг, в пределах сумм, рассчитанных исходя из действующей ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации.

В случае если физическое лицо не может документально подтвердить свои расходы на покупку облигаций, его облагаемая база определяется как сумма, полученная от продажи облигаций, уменьшенная на фиксированный имущественный вычет в размере 125 000 рублей по доходу за календарный год, в случае если облигации находились в собственности физического лица до трех лет, и в сумме полученного дохода в случае если облигации находились в собственности физического лица три года и более (статья 220 НК РФ). Данный вычет производится по заявлению физического лица.

Если в течение года совершается несколько сделок купли-продажи облигаций, то облагаемый доход считается по совокупности всех сделок. При этом сумма полученного совокупного дохода может быть уменьшена на сумму убытков, полученных по операциям купли-продажи с этими же облигациями.

Налогооблагаемый доход физического лица по сделкам купли-продажи облигаций определяется либо источником выплаты дохода, либо при наличии соответствующего заявления физического лица - самим физическим лицом. В первом случае налог удерживается источником выплаты дохода из выплачиваемых в пользу физического лица денежных средств, во втором случае налог уплачивается физическим лицом самостоятельно после подачи им ежегодной налоговой декларации в срок до 15 июля года следующего за отчетным (основания - ст. ст. 214-1, 228, 229 НК РФ).

В случае погашения облигаций облагаемым доходом физического лица будет считаться разница между суммами, полученными от эмитента облигаций, и документально подтвержденными расходами на их приобретение. Налог исчисляется и удерживается либо эмитентом - в случае предоставления ему физическим лицом документов, подтверждающих расходы на приобретение облигаций, либо самим физическим лицом. В первом случае налог удерживается из сумм, выплачиваемых эмитентом при погашении облигации, а во втором случае налог уплачивается физическим лицом самостоятельно после подачи им ежегодной налоговой декларации в срок до 15 июля года следующего за отчетным (основания - ст.ст. 226, 228, 229 НК РФ).

По всем вышеуказанным налогооблагаемым доходам ставка налога для физического лица составляет 13% (основание - ст. 224 НК РФ).

Налогообложение доходов по облигациям, полученным физическими лицами-нерезидентами Российской Федерации, осуществляется по ставке 30 процентов, согласно п. 3 ст. 224 Налогового кодекса Российской Федерации.

Согласно п. 3 ст. 229 Налогового кодекса Российской Федерации, при прекращении в течение календарного года иностранным физическим лицом деятельности, доходы от которой подлежат налогообложению, и выезде его за пределы территории Российской Федерации налоговая декларация о доходах, фактически полученных за период его пребывания в текущем налоговом периоде на территории Российской Федерации должна быть представлена им не позднее, чем за один месяц до выезда за пределы территории Российской Федерации. Уплата налога, доначисленного по налоговым декларациям, порядок представления которых определен настоящим параграфом, производится не позднее, чем через 15 дней с момента подачи такой декларации.

Для освобождения от налогообложения, получения налоговых вычетов или налоговых привилегий налогоплательщик должен представить в налоговые органы Министерства Российской Федерации по налогам и сборам официальное подтверждение того, что он является резидентом государства, с которым Российская Федерация заключила действующий в течение соответствующего налогового периода (или его части) договор (Соглашение) об избежании двойного налогообложения. Такое подтверждение может быть представлено как до уплаты налога или авансовых платежей по налогу, так и в течение одного года после окончания того налогового периода, по результатам которого налогоплательщик претендует на получение освобождения от налогообложения, налоговых вычетов или привилегий (статья 232 НК РФ).

10.9. Сведения об объявленных (начисленных) и о выплаченных дивидендах по акциям эмитента, а также о доходах по облигациям эмитента

Общество не осуществляло выплату дивидендов по своим акциям.

10.10. Иные сведения

....

Отчет об итогах выпуска (пример)

Зарегистрировано " _____ " _____ г.

РО ФКЦБ России в Центральном федеральном округе

(наименование регистрирующего органа)

(подпись ответственного лица)

(печать регистрирующего органа)

ОТЧЕТ ОБ ИТОГАХ ВЫПУСКА ОБЛИГАЦИЙ

Предприятия «А»

облигации именные бездокументарные серия 01

Государственный регистрационный номер выпуска _____

Дата государственной регистрации выпуска _____

Утвержден внеочередным общим собранием акционеров Предприятия «А» 11 ноября 2002 г. Протокол № 2

Место нахождения: 000000, г. Москва, ул. Первая, д.1

Почтовый адрес: 000000, г. Москва, ул. Первая, д.1

Контактный телефон: (095) 000-00-00

Факс: (095) 000-00-00

В.В.Иванов
Генеральный директор

Т.К.Петрова
Главный бухгалтер

X.XX.200X

М.П.

1. Вид ценных бумаг.

облигации именные бездокументарные серия 01

2. Способ размещения.

закрытая подписка

3. Фактический срок размещения ценных бумаг.

Дата фактического начала размещения ценных бумаг выпуска: *X.XX.200X*

Дата фактического окончания размещения ценных бумаг выпуска: *X.XX.200X*

4. Номинальная стоимость каждой ценной бумаги выпуска.

1 000 руб.

5. Количество размещенных ценных бумаг выпуска.

19 990

в том числе оплаченных:

денежными средствами в рублях: *19 990*

денежными средствами в иностранной валюте: *0*

иным имуществом: *0*

6. Цена размещения.

Цена размещения (руб.)	Количество ценных бумаг данного выпуска, размещенных по указанной цене
1 000	19 990

7. Сумма (стоимость) имущества, которым оплачиваются ценные бумаги выпуска.

а) Общая сумма (стоимость) имущества в рублях (в том числе денежные средства в рублях, сумма иностранной валюты по курсу Центрального банка Российской Федерации на момент внесения и стоимость иного имущества), внесенного в оплату размещенных ценных бумаг: *19 990 000 руб.*

Общая сумма (стоимость) имущества в рублях (в том числе денежные средства в рублях, сумма иностранной валюты по курсу Центрального банка Российской Федерации на дату утверждения отчета об итогах выпуска ценных бумаг и стоимость иного имущества), подлежащая внесению в оплату размещенных ценных бумаг в соответствии с договором (решением) о создании акционерного общества (договорами с приобретателями): *0 руб.*

б) Сумма денежных средств в рублях, внесенная в оплату размещенных ценных бумаг: *19 990 000 руб.*

Сумма денежных средств в рублях, подлежащая внесению в оплату размещенных ценных бумаг в соответствии с договором (решением) о создании акционерного общества (договорами с приобретателями): *0 руб.*

в) Сумма иностранной валюты, выраженная в рублях по курсу Центрального банка Российской Федерации на момент внесения, внесенная в оплату размещенных ценных бумаг: *0 руб.*

Сумма иностранной валюты, выраженная в рублях по курсу Центрального банка Российской Федерации на дату утверждения отчета об итогах выпуска ценных бумаг, подлежащая внесению в оплату размещенных ценных бумаг в соответствии с договором (решением) о создании акционерного общества (договорами с приобретателями): *0 руб.*

г) Стоимость иного имущества, внесенного в оплату размещенных ценных бумаг: *0 руб.*

стоимость иного имущества, подлежащего внесению в оплату размещенных ценных бумаг в соответствии с договором (решением) о создании акционерного общества (договорами с приобретателями): *0 руб.*

8. Доля ценных бумаг, при размещении которой выпуск признается несостоявшимся.

Доля ценных бумаг, при размещении которой выпуск признается несостоявшимся, не определена.

9. Доля размещенных и нерасположенных ценных бумаг выпуска (в процентах от общего количества ценных бумаг выпуска).

100 %

10. Все крупные сделки, а также сделки, в совершении которых имеется заинтересованность.

Облигационный заем, т.е. выпуск 19 990 именных бездокументарных неконвертируемых облигаций, серии 01, номинальной стоимостью 1000 рублей, полностью приобретенный Предприятием «Б» является для Предприятия «А» крупной сделкой.

Сделки, в совершении которых имелась заинтересованность, не совершались.

Информация о Проекте саморегулируемой организации “Национальная фондовая ассоциация” “Развитие андеррайтинга в России” и его участниках

К проблеме активизации эмиссионной деятельности на российском рынке ценных бумаг СРО “Национальная фондовая ассоциация” подошла в конце 1998 – начале 1999 года, анализируя ситуацию финансового кризиса 1998 г. Очевидной стала необходимость новых надежных финансовых инструментов, связанных с инвестициями в реальную экономику и предлагаемых рынку в объемах, обеспечивающих его ликвидность. Первыми в подготовленном списке наиболее перспективных инструментов (наряду с региональными займами, срочным рынком и т.п.) стали корпоративные облигации.

Идея массового вывода предприятий на финансовый рынок тогда казалась малореалистичной. Для ее продвижения в январе 2000 г. СРО НФА и Московская межбанковская валютная биржа провели совместно с Торгово-Промышленной Палатой РФ Всероссийское Совещание руководителей по вопросу вывода предприятий на рынок ценных бумаг.

По его итогам был образован Координационный Совет эмитентов при НФА. Когда задачи первичного объединения эмитентов и решения первоочередных проблем (связанных с вопросами отчетности и раскрытия информации эмитентами, а также организации эмиссий) были выполнены, Совет был трансформирован в Клуб андеррайтеров НФА, где прежние проблемы решались уже на другом уровне, в первую очередь, с точки зрения профучастников - организаторов эмиссий. Важнейшие из них – сокращение процедуры и времени организации эмиссий и уменьшение эмиссионного налога до 0,2%.

К началу 2003 года входящие в СРО НФА крупнейшие андеррайтеры – банки и инвесткомпании - поставили вопрос о необходимости упорядочивания правил делового оборота и выработки профессиональных стандартов в области организации и подготовки эмиссий. В результате Совет НФА утвердил проект «Развитие андеррайтинга в России».

В рамках этого проекта уже подготовлена первая редакция настоящего Пособия, которое в дальнейшем предполагается широко обсудить в профессиональной среде с целью дополнения и развития. Также в рамках Проекта разработаны НФА первые на российском финансовом рынке Стандарты андеррайтинга. В них предлагается упорядоченная терминология процесса андеррайтинга и отдельных его процедур, функций участников и следующих из них статусов, прав и обязанностей участников эмиссионного синдиката и т. п.

В дальнейшем Стандарты будут дополнены системой типовых договоров (основных требований к договорам), развиты в части типизации отношений профучастников - членов эмиссионного синдиката с эмитентами и инвесторами.

Состав Экспертной группы СРО НФА по проекту «Развитие андеррайтинга в России»:

Бородатова Маргарита Витальевна (ИК «Нева-Инвест»), Воропаева Евгения Михайловна (СРО НФА), Семенов Андрей Юрьевич (Сбербанк России), Олюнин Дмитрий Юрьевич («Внешторгбанк»), Буланцев Игорь Владимирович (ОРГРЭС Банк), Анненская Наталья Евгеньевна (ИК «Метрополь»), Дёмушкина Екатерина Сергеевна (КБ «МИА»), Волкова Наталья Викторовна (ЗАО ИК «АВК»), Олесимова Любовь Михайловна (РосДорБанк»), Рудаковска Яна Юрьевна (Банк «Петррокоммерц»), Деспотули Леонид Александрович (КБ «Гута-Банк»), Дубина Игорь Яковлевич (Всероссийский Банк Развития Регионов), Сергеев Дмитрий Анатольевич (Северо-западный региональный центр Банка «Возрождение»), Шиганова Инна Владимировна

(«Промышленно – Строительный Банк» СПб), Ивакин Дмитрий Юрьевич (МДМ-Банк), Лосев Вадим Семёнович (АКБ «Нефтепромбанк»), Порхун Алексей Николаевич (АКБ «Росбанк»), Рукавишников Алексей Михайлович (АКБ «Московский Банк Реконструкции и развития»), Силаев Александр Викторович (АКБ «РОСБАНК»), Ветров Андрей Вениаминович (АКБ «ЕВРОФИНАНС-МОСНАРБАНК»), Ефимов Максим Вячеславович (ИК «Еврофинансы»).

СРО «Национальная фондовая ассоциация» приглашает все заинтересованные в деятельности по подготовке и выпуску эмиссий организации к участию в проекте.

ВНЕШТОРГБАНК

Организация долгового финансирования.

РАЗВИТИЕ РЫНКА ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Два-три года назад началось стремительное развитие российского рынка корпоративных облигаций. Предприятия, компании, банки, администрации регионов оценили преимущества привлечения средств путем размещения долговых инструментов на открытом рынке и начали активную работу в этом направлении. Рост количества эмитентов, увеличение объемов выпусков, повышение ликвидности рынка, профессиональный рост его участников - показатели, отражающие главные тенденции российского рынка долгового капитала последних лет. Очевидно, что общепринятый в мировой практике процесс замещения банковских кредитов выпуском долговых обязательств продолжится на российском рынке и в дальнейшем. По предварительным прогнозам в 2003 году можно ожидать размещения облигаций не менее, чем на 100 миллиардов рублей. Это в 2 раза больше объема размещений, прошедших в 2002 году. Причем основная часть эмиссий прошлого года пришлось на вторую его половину.

РОЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО БАНКА

Практически ни один выпуск не обходится без привлечения банка, способного организовать процесс подготовки, размещения и дальнейшего сопровождения займа. Инвестиционный банк призван помочь заемщику реализовать проект привлечения долгового финансирования на высокопрофессиональном уровне. Услуги по финансовому консультированию, организации займа, андеррайтингу, поддержанию котировок вторичного рынка - это краткий перечень того, что может предложить инвестиционный банк потенциальному заемщику. При этом вся работа проводится банком в тесном контакте с заемщиком, с учетом интересов и потребностей последнего.

ПРОЦЕСС ПРИВЛЕЧЕНИЯ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Процесс привлечения долгового финансирования складывается из нескольких этапов. После того, как определен инструмент привлечения средств (векселя, облигации и т.д.) и выбран банк, на которого будет возложена роль организатора займа, необходимо провести ряд корпоративных действий, подготовить комплект необходимых документов, провести переговоры с организатором торговли и депозитарием, предварительно оценить рыночный спрос на размещаемые бумаги и т.д. Процесс не заканчивается даже после того, как бумаги уже размещены. Немаловажный фактор для успеха - хорошо организованный, ликвидный вторичный рынок, отлаженная процедура выплаты промежуточных доходов и сумм погашения по бумагам. Но прежде чем приступить к реализации всего проекта, потенциальному заемщику необходимо понять преимущества долгового финансирования, определить для себя, подходит ли именно ему такой способ привлечения средств.

ПРЕИМУЩЕСТВА ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ:

- **Формирование публичной кредитной истории**

По мере того, как инвесторы видят, что заемщик выполняет свои обязательства своевременно и в полном объеме, повышается их степень доверия к компании, готовность кредитовать ее, в том числе путем покупки ее долговых обязательств.

- **Снижение стоимости заимствования**

Отсутствие банковской маржи делает долговое финансирование более дешевым по сравнению с кредитованием. Кроме того, ставки заимствования снижаются по мере формирования кредитной истории заемщика.

- **Возможность управления собственным долгом**

Долговые обязательства могут быть структурированы таким образом, чтобы полностью учесть интересы и потребности компании-заемщика. Проведение операций с собственными долговыми бумагами позволяет гибко управлять задолженностью.

- **Диверсификация источников привлечения**

Привлекая средства на открытом рынке, заемщик фактически получает кредит от большого количества инвесторов, покупающих его ценные бумаги. Риск резкого изменения условий кредитования, навязанных кредитором, сводится к нулю.

- **Возможность увеличения объемов заимствования**

Емкость долгового рынка существенно выше возможностей банков по кредитованию в силу большего количества кредиторов - покупателей бумаг. А качественный и количественный рост рынка в целом позволяет значительно увеличивать объемы привлечения.

- **Улучшение имиджа заемщика**

Инвесторы готовы покупать долговые обязательства только тех компаний, которые прозрачны в достаточной степени, чтобы можно было судить об их устойчивости. Открытость компании, безусловно, положительно влияет на ее имидж.

- **Отсутствие необходимости предоставления залога**

В случае привлечения финансирования путем выпуска долговых обязательств не возникает необходимости (как в случае банковского кредитования) предоставления приемлемого для банка, ликвидного обеспечения.

- **Значительно более широкий круг кредиторов**

Помимо банков на рынке работают и другие организации, способные инвестировать значительные средства в долговые обязательства заемщика. Это страховые компании, пенсионные фонды, финансовые, брокерские, инвестиционные компании и т.д.

ВЫПУСК ВЕКСЕЛЕЙ

Зачем нужен выпуск векселей

- | | |
|---|---|
| ✓ возможность привлечения краткосрочных средств (до 1 года) | ✓ начало создания публичной кредитной истории |
| ✓ возможность управления собственным долгом | ✓ отсутствие необходимости вовлечения в проект биржи, стороннего депозитария и других лиц |
| ✓ отсутствие налога на операции с ценными бумагами - 0,8% от объема выпуска | |

Что необходимо для успешного выпуска векселей

- | | |
|---|--|
| ✓ проработанная концепция программы | ✓ удобство проверки бланков векселей |
| ✓ организованная система первичных продаж | ✓ отлаженность процесса погашения векселей |
| ✓ «раскрутка» бумаг на вторичном рынке | |

Что может предложить ВНЕШТОРГБАНК

- | | |
|---|---|
| ✓ квалифицированная консультационная и практическая поддержка на всех этапах реализации | ✓ предварительная оценка спроса инвесторов |
| ✓ разработка индивидуальной концепции программы в соответствии с потребностями компании | ✓ подготовка инвестиционного меморандума |
| ✓ выбор параметров размещаемых бумаг с учетом рыночной ситуации | ✓ проведение презентации для инвесторов |
| ✓ авалирование векселей | ✓ эффективное первичное размещение векселей |

- ✓ поддержка вторичного рынка
- ✓ проведение операций РЕПО с векселями
- ✓ проверка бланков векселей на подлинность
- ✓ безналичное обращение векселей с использованием счетов депо во Внешторгбанке
- ✓ услуги по домициляции векселей
- ✓ реализация программы «под ключ»

ЭМИССИЯ ОБЛИГАЦИЙ

Зачем нужна эмиссия облигаций

- ✓ возможность привлечения средне- и долгосрочных средств (от 1 до 3-5 лет)
- ✓ более широкий круг инвесторов по сравнению с участниками вексельного рынка
- ✓ более емкий рынок
- ✓ более высокая степень доверия со стороны инвесторов
- ✓ возможность снижения ставок заимствования

Что необходимо для успешной эмиссии облигаций

- ✓ проведение ряда корпоративных действий
- ✓ подготовка эмиссионных документов
- ✓ регистрация эмиссии
- ✓ координация отношений с биржей
- ✓ координация отношений с депозитарием
- ✓ проведение презентации
- ✓ эффективное первичное размещение
- ✓ ликвидный вторичный рынок

Что может предложить ВНЕШТОРГБАНК

- ✓ квалифицированная консультационная и практическая поддержка на всех этапах реализации
- ✓ разработка индивидуальной концепции эмиссии в соответствии с потребностями компании
- ✓ оптимизация параметров облигационного займа с учетом интересов заемщика и рынка
- ✓ подготовка всей документации, необходимой для регистрации выпуска
- ✓ взаимодействие с регистрирующим органом
- ✓ координация взаимодействия эмитента с биржей и депозитарием
- ✓ предварительная оценка спроса инвесторов
- ✓ подготовка инвестиционного меморандума
- ✓ проведение презентации для инвесторов
- ✓ размещение выпуска в полном объеме в кратчайшие сроки
- ✓ поддержка вторичного рынка
- ✓ проведение операций РЕПО с облигациями
- ✓ услуги платежного агента
- ✓ оптимизация объема предъявляемых к оферте бумаг
- ✓ исполнение оферт
- ✓ реализация программы «под ключ»

УСЛУГИ ВНЕШТОРГБАНКА

Услуги консультанта

- ✓ разработка стратегии выхода на рынок долговых обязательств
- ✓ подготовка концепции выпуска с учетом особенностей компании
- ✓ подготовка комплекта необходимых документов
- ✓ сопровождение регистрации эмиссионных документов

Услуги организатора

- ✓ организация синдиката андеррайтеров для размещения выпуска

выпуска ценных бумаг

- ✓ проведение переговоров с биржей, депозитарием
- ✓ обеспечение PR поддержки выпуска

Услуги андеррайтера

- ✓ предварительная оценка спроса
- ✓ переговоры с потенциальными инвесторами, предпродажи

- ✓ гарантированное размещение выпуска в кратчайшие сроки
- ✓ реализация ценных бумаг

Услуги платежного агента/домицилиата

- ✓ выплата промежуточных доходов (купонов) по бумагам
- ✓ выплата сумм погашения по бумагам

Услуги агента по оферте

- ✓ оптимизация объема бумаг, предъявленных к оферте
- ✓ краткосрочное финансирование под исполнение оферты

- ✓ техническое исполнение оферт
- ✓ переразмещение предъявленных к оферте бумаг

Услуги маркет-мейкера

- ✓ поддержание двусторонних котировок на вторичном рынке

- ✓ обеспечение аналитической поддержки вторичного рынка

Сопутствующие услуги

- ✓ краткосрочное бридж-финансирование компании-заемщика
- ✓ проведение операций РЕПО и кредитования под залог ценных бумаг

- ✓ финансирование приобретения бумаг – покупка на свою позицию с обязательством заинтересованной стороны по последующему выкупу бумаг

ПОЧЕМУ ИМЕННО ВНЕШТОРГБАНК

Профессионализм и опыт

- ✓ высокопрофессиональная команда
- ✓ опыт работы с компаниями различных отраслей экономики

- ✓ работа со всеми возможными инструментами привлечения долгового финансирования
- ✓ знание всех особенностей регистрации эмиссионных документов

Партнерство и связи

- ✓ партнерские отношения с подавляющим большинством участников рынка
- ✓ филиалы и представительства по всей России и за рубежом

- ✓ одна из наиболее разветвленных среди российских банков корреспондентских сетей
- ✓ налаженные отношения с биржей, депозитарием, регистрирующими органами

Инфраструктура

- ✓ налаженная система продаж
- ✓ широкая клиентская база
- ✓ участие во всех крупнейших торговых системах

- ✓ один из крупнейших операторов биржевого и внебиржевого рынка

Индивидуальный подход

- ✓ разработка решений под конкретного клиента
- ✓ поиск нестандартных решений

- ✓ гибкие ставки комиссионного вознаграждения

О ВНЕШТОРГБАНКЕ

- 4 место среди андеррайтеров в рейтинге агентства C-Bonds.Ru за 1 полугодие 2003
- 174 место среди 1000 крупнейших банков мира по капиталу - журнал «The Banker»
- 2 место среди коммерческих банков России по размеру активов, капитала и прибыли
- наивысший для российских банков рейтинг международных рейтинговых агентств: Moody's Long Term Deposit Ba3 Fitch Support rating 2T
- первая группа финансовой устойчивости - рейтинг журнала «Эксперт»
- лауреат премии «Российский национальный олимп» в номинации «Финансы. Инвестиции»
- лучший клиринговый банк России - дважды удостоен премии JP Morgan Chase Bank
- лауреат премии «Компания года» в номинации «Банк года» в 2002 году

ПРОЕКТЫ С УЧАСТИЕМ ВНЕШТОРГБАНКА

название организации	дата	вид займа	сумма	статус Внешторгбанка
Уралсвязьинформ	Июль 2003	облигационный выпуск	3.000.000.000 руб.	Совместный менеджер
Сибирь-Телеком	Июль 2003	облигационный выпуск	1.530.000.000 руб.	Андеррайтер
АвтоВАЗ	По состоянию на июль 2003	вексельная программа	3.200.000.000 руб.	Организатор, Домицилиат
Русский Стандарт	Июнь 2003	облигационный выпуск	1.000.000.000 руб.	Со-организатор, Андеррайтер
ГОТЭК	Июнь 2003	облигационный выпуск	550.000.000 руб.	Со-организатор
Разгуляй-Центр	Июнь 2003	облигационный выпуск	1.000.000.000 руб.	Организатор, Андеррайтер, Платежный агент
Кредиттраст	Июнь 2003	облигационный выпуск	500.000.000 руб.	Со-организатор, Андеррайтер
Вымпелком Финанс	Май 2003	облигационный выпуск	3.000.000.000 руб.	Со-организатор
Отечественные Лекарства Финанс	Апрель 2003	облигационный выпуск	340.000.000 руб.	Со-организатор, Андеррайтер
Вимм-Билль-Данн Продукты Питания	Апрель 2003	облигационный выпуск	1.500.000.000 руб.	Со-организатор, Андеррайтер
АФК Система	Апрель 2003	еврооблигации	350.000.000 USD	Менеджер
Магнитогорский металлургический комбинат	Апрель 2003	облигационный выпуск	900.000.000 руб.	Со-организатор, Андеррайтер
Полиметалл	Март 2003	облигационный выпуск	750.000.000 руб.	Со-андеррайтер
Банк Внешней Торговли	Февраль 2003	облигационный выпуск	2.000.000.000 руб.	Организатор
АвтоВАЗ	Февраль 2003	облигационный выпуск	1.000.000.000 руб.	Организатор, Андеррайтер, Платежный агент
Челябинский металлургический комбинат	Февраль 2003	облигационный выпуск	1.000.000.000 руб.	Андеррайтер
Ханты-Мансийский Автономный Округ	Декабрь 2002	облигационный выпуск	1.000.000.000 руб.	Организатор
ЭФКО	Декабрь 2002	вексельная программа	150.000.000 руб.	Организатор, Домицилиат
Русский Алюминий Финансы	Сентябрь 2002	облигационный выпуск	3.000.000.000 руб.	Со-андеррайтер
Объединенные Машиностроительные Заводы Иркутское Авиационное производственное объединение	Ноябрь 2002	выпуск credit linked notes	30.000.000 USD	Организатор
Седьмой Континент	Сентябрь 2002	облигационный выпуск	1.500.000.000 руб.	Андеррайтер
Банк Внешней Торговли	Апрель 2002	облигационный выпуск	300.000.000 руб.	Со-андеррайтер
Банк Внешней Торговли	Апрель 2002	облигационный выпуск	1.000.000.000 руб.	Организатор
АКФ Система	Декабрь 2001	вексельная программа	500.000.000 руб.	Организатор, Домицилиат
Тюменская Нефтяная Компания	Ноябрь 2001	облигационный выпуск	500.000.000 руб.	Со-организатор, Платежный агент
Тюменская Нефтяная Компания	Март 2001	облигационный выпуск	3.000.000.000 руб.	Основной организатор, Платежный агент
Банк Внешней Торговли	Май 2000	облигационный выпуск	3.000.000.000 руб.	Организатор

Всероссийский Банк Развития Регионов

Услуги по выпуску корпоративных и муниципальных облигаций

ВБРР является одним из лидеров на российском

- По итогам 1 полугодия 2003 года ВБРР занимает 13-е место среди ведущих андеррайтеров корпоративных облигаций по количеству реализованных проектов согласно рейтингу информационного агентства Cbonds.

рынке облигаций:

- ВБРР участвовал в размещении 24 облигационных выпусков 18 эмитентов, таких как ОАО «Углемет-Трейдинг», ОАО «Мечел», ОАО «ММК», ЗАО «Разгуляй-Центр», ОАО «Внешторгбанк», ОАО Банк «Петрокоммерц», ОАО «РИТЭК», ОАО «МБРР», ОАО «Система-Финанс» и других.
- ВБРР является финансовым консультантом Комитета финансов Администрации г. Санкт-Петербурга по развитию рынка городских облигаций,
- ВБРР является официальным дилером по размещению облигаций Иркутской области.

ВБРР предлагает инвестиционно-банковские услуги по организации, размещению, обслуживанию и поддержанию вторичного рынка облигаций в едином пакете, что позволяет существенно удешевить стоимость заимствования для Эмитента.

Финансовый консультант

- Определение потребности в финансировании;
- Разработка индивидуальной структуры и параметров выпуска, исходя из потребностей эмитента, а также текущей конъюнктуры рынка;
- Оценка рынка и предварительное позиционирование на нем выпускаемых облигаций;
- Консультирование по всем вопросам, связанным с выходом на долговой рынок.

Организатор, Андеррайтер

- Организация синдиката участников по размещению займа;
- Подготовка всех необходимых документов для государственной регистрации выпуска (Решение о выпуске, Проспект эмиссии, Отчет об итогах выпуска);
- Проведение PR-мероприятий и информационная поддержка выпуска (подготовка информационного меморандума по выпуску, аналитических обзоров, организация презентаций для потенциальных инвесторов, проведение «road-show», взаимодействие с СМИ);
- Организация раскрытия информации о выпуске на всех этапах эмиссии;
- Привлечение широкого круга инвесторов, гарантированное размещение всего объема выпуска.

Платежный агент

- Обеспечение выплат держателям облигаций процентных доходов и номинальной стоимости при погашении;
- Предоставление финансирования в период осуществления выплат по офертам.

Маркет-Мейкер

- Организация вторичного рынка облигаций;

- Поддержание ликвидности облигаций на вторичном рынке путем выставления двусторонних котировок.

К основным преимуществам ВБРР относятся индивидуальный подход к каждому проекту, наличие обширной клиентской базы и разветвленной филиальной сети, а также возможность предоставления полного спектра услуг на любом этапе эмиссии облигаций и устойчивые деловые взаимоотношения с российскими и иностранными банками-контрагентами.

 ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат» 1670 млн. руб. 7-12, 15 и 17-я выпуски облигаций Главный координатор Вирот-финанс 2000-2003	 ОАО «Аэрофлот - российские авиалинии» 600 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Визуальный организатор Аудиторы Плательский агент 2001	 ОАО «Газпром» 5 млрд. руб. 2-я выпуск облигаций Совместный эмитент 2002	 ОАО «НПК «Славнефть» 2 млрд. руб. 2-я выпуск облигаций Совместный эмитент Член синдиката 2002	 ОАО «РТК-ЛИЗИНГ» 1,5 млрд. руб. 3-я выпуск облигаций Организатор Аудиторы Плательский агент Агент по исполнению оферты 2002	 ОАО «Нижнекамскнефтехим» 1,5 млрд. руб. 2-я выпуск облигаций Совместный эмитент Член синдиката 2002	 ОАО «ВБРР» 575 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Аудиторы 2002
 ОАО «ИМПЭКСБАНК» 300 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Со-организатор 2002	 ОАО «Северная нефть» 850 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Совместный визуальный организатор 2002	 ОАО «ЛОМО» 200 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Аудиторы Плательский агент 2002	 ОАО «Челябинский металлургический комбинат» 1 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Менеджер 2003	 MMK Finance S.A. 100 млн. евро Выпуск еврооблигаций MMK Finance S.A. Менеджер Член синдиката 2002	 ООО «Русский алюминий финансы» 3 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Аудиторы 2002	 ОАО «Транснефть» Фикс. консультант 2000-2003
 ЗАО ТД «Гродимекс» 500 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Со-координатор 2002	 ОАО «Высокский металлургический завод» 1 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Со-организатор 2002	 Группа «Ист Лайн» 1 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Главный координатор Плательский агент 2003	 ООО «МегаФон Финансы» 1,5 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Совместный эмитент 2003	 ОАО «Транснефть» 12 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор 2003	 ОАО «Силовые машины» 1 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Аудиторы Плательский агент 2003	 ОАО АКБ «РОСБАНК» 3 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Плательский агент Аудиторы 2003

→ -- выпуск находится в процессе организации

 Правительство Москвы 29 млрд. руб. 11, 13-16, 18-28-я выпуски облигаций Уполномоченный Аудиторы Вирот-финанс Деловый 2000-2003	 Московская область 1,9 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Аудиторы 2002	 Республика Башкортостан 1,5 млрд. руб. 1-я и 2-я выпуски облигаций 2001 - Совместный визуальный эмитент 2002 - Совместный организатор 2001-2002	 Томская область 40 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Аудиторы 2002	 г. Нижний Новгород 200 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Генеральный агент Организатор Плательский агент 2002	 г. Уфа 300 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Агент по размещению - совместный организатор 2002	 Иркутская область 100 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Аудиторы 2003
 г. Красноярск 700 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003	 Хабаровский край 300 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003	 Республика Чувашия 285 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Агент по размещению и обслуживанию 2003	 Ярославская область 500 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003	 Тамбовская область 200 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003		
 г. Нижний Новгород 300 млн. руб. 2-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003	 Красноярский край 1,5 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003	 Томская область 400 млн. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003	 Новосибирская область 1,5 млрд. руб. 1-я выпуск облигаций Организатор Генеральный агент 2003			

→ -- выпуск находится в процессе организации

ОАО АКБ «ИНГОССТРАХ-СОЮЗ»

Банк «ИНГОССТРАХ-СОЮЗ» – универсальный коммерческий Банк, оказывающий все виды банковских услуг, что позволяет предлагать потенциальным Эмитентам комплексные услуги:

- организатора эмиссионного проекта,
- агента по первичному размещению ценных бумаг (андеррайтера),
- платежного агента по обслуживанию денежных расчетов при размещении, погашении, выплат промежуточных доходов по облигациям,
- маркет-мейкера на вторичном рынке.

Выпуски облигаций, в которых принимал участие ОАО АКБ «ИНГОССТРАХ-СОЮЗ» в 2003 году.

Муниципальные облигации

Правительство Москвы	4 000 000 000 руб.	Андеррайтер, маркет-мейкер	Январь 2003	Городской облигационный (внутренний) заем Москвы, 27 выпуск
Правительство Москвы	4 000 000 000 руб.	Андеррайтер, маркет-мейкер	Февраль 2003	Городской облигационный (внутренний) заем Москвы, 26 выпуск
Облигации Правительства Москвы	3 000 000 000 руб.	Андеррайтер, маркет-мейкер	Май 2003	Городской облигационный (внутренний) заем Москвы, 28 выпуск
Волгоградская область, 01	400 000 000 руб.	Андеррайтер	Май 2003	Облигационный заем
г. Волгоград, 24007	200 000 000 руб.	Со-организатор	Май 2003	Облигационный заем
Правительство ХМАО, 02	3 000 000 000 руб.	Со-организатор	Май 2003	Облигационный заем
Республики Саха (Якутия), 03	800 000 000 руб.	Со-организатор	Июнь 2003	Облигационный заем
Новосибирская область	1 500 000 000 руб.	Ведущий менеджер	Август 2003	Облигационный заем
Московская область	4 000 000 000 руб.	Со-андеррайтер	Август 2003	Облигационный заем

Корпоративные облигации

ОАО «Объединенные машиностроител ьные заводы», 04	900 000 000 руб.	Со-организатор, маркет-мейкер	Март 2003	Облигационный заем
ОАО «ПАРНАС-М»,	500 000 000 руб.	Со-организатор, маркет-мейкер	Март 2003	Облигационный заем

01 ОАО МНПО "Полиметалл", 01	750 000 000 руб.	Со-андеррайтер	Март 2003	Облигационный заем
ООО "Тинькофф- Инвест", 01	400 000 000 руб.	Со-организатор	Апрель 2003	Облигационный заем
ООО "Русские Автобусы - Финанс"	500 000 000 руб.	Андеррайтер, маркет-мейкер, платежный агент	Май 2003	Облигационный заем
ООО "Вымпелком Финанс", 01	3 000 000 000 руб.	Со-организатор, маркет-мейкер	Май 2003	Облигационный заем
ООО "Углемет- Трейдинг", 01	3 000 000 000 руб.	Андеррайтер, маркет-мейкер	Июнь 2003	Облигационный заем
ОАО "ТТ-ТЭЦ Энерго", 02	1 500 000 000 руб.	Со-организатор	Июнь 2003	Обл. займ
СМАРТС, 02	500 000 000 руб.	Совместный менеджер	Июнь 2003	Обл. займ
ЗАО "Группа предприятий "ОСТ"	800 000 000 руб.	Со-андеррайтер	Июнь 2003	Облигационный заем
ОАО "ВИНАП- ИНВЕСТ"	400 000 000 руб.	Со-организатор	Август 2003	Облигационный заем
ОАО "Центральный телеграф"	500 000 000 руб.	Со-андеррайтер	Август 2003	Облигационный заем
ОАО "Южная телекоммуникац ионная компания"	1 500 000 000 руб.	Совместный менеджер	Сентябрь 2003	Облигационный заем
ООО "САН Интербрю Финанс"	2 500 000 000 руб.	Со-организатор	Сентябрь 2003	Облигационный заем

Согласно рейтингу, подготовленному информационным агентством Cbonds.ru Банк "Ингосстрах-Союз" вошел в тройку лидеров инвестиционных банков по размещению облигаций в первом полугодии 2003 года.

При составлении рейтинга были рассмотрены 46 выпусков корпоративных облигаций и 15 выпусков облигаций субъектов федерации и муниципальных образований, совокупным объемом 59,32 млрд. рублей.

В соответствии с рейтингом инвестиционных банков Банк "Ингосстрах-Союз" занял следующие позиции:

- 1) 3 место в сводном рейтинге андеррайтеров;
- 2) 3 место в рейтинге андеррайтеров муниципальных облигаций;
- 3) 10 место в рейтинге андеррайтеров корпоративных облигаций;
- 4) 17 место в рейтинге организаторов корпоративных облигаций.

Банк "ИНГОССТРАХ-СОЮЗ" занял 24 место в подготовленном Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) сводном списке профессиональных участников, совершивших наибольший объем сделок с эмиссионными ценными бумагами (акциями и облигациями, в том числе государственными, муниципальными и корпоративными облигациями) за II квартал 2003 года. Суммарный объем сделок Банка «Ингосстрах-Союз» с эмиссионными ценными бумагами равен 15 642,82 млн. руб. Доля в общем объеме сделок с эмиссионными ценными бумагами составила 0,85%.

ОАО АКБ "ИНГОССТРАХ-СОЮЗ" выступит организатором, андеррайтером и платежным агентом облигационных выпусков ОАО "Авиакомпания "Самара" и ОАО Агентство "Роспечать", размещение облигаций которых намечено на 2 полугодие 2003 г.

ЗАО «КБ «ГУТА-БАНК»

ВЫПУСК ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Если Вы планируете:

- | | |
|--|--|
| ✓ Финансировать инвестиционные проекты | Выпуск облигационных займов позволяет привлекать с открытого рынка более «длинные» и дешевые ресурсы, в сравнении с другими источниками финансирования |
| ✓ Диверсифицировать ресурсную базу | Облигационный заем – беззалоговый инструмент долгового финансирования, позволяющий снизить зависимость от одного кредитора, увеличить объем пассивов, провести замещение более коротких и дорогих пассивов |
| ✓ Создать публичную кредитную историю | Проводимые реформы пенсионной и страховой систем, скорое присвоение России инвестиционного международного рейтинга, позволяют инвестиционно привлекательным компаниям рассчитывать на приток свежих длинных и дешевых денежных ресурсов. Публичная кредитная история создает для эмитента условия уменьшения стоимости заимствований в будущем, предпосылки выхода на международный рынок капитала, и увеличивает капитализацию компании |

✓ Иметь возможность гибкого управления долгом

При наличии свободных ресурсов компания имеет возможность уменьшить объем свободно обращающихся облигаций, а при необходимости реализовать их снова инвесторам

✓ Урегулировать отношения с кредиторами

В случае санации предприятия возможен выпуск конвертируемых облигаций с целью увеличения доли кредиторов в акционерном капитале должника, путем конвертации задолженности в облигационный заем

ЗАО «КБ «ГУТА-БАНК»:

- ✓ окажет полный комплекс услуг по организации выпуска облигаций «под ключ»;
- ✓ осуществит поддержку эмитента на всех этапах выполнения проекта;
- ✓ предоставит эмитенту гарантии успешного размещения облигаций на заранее согласованных условиях максимально широкому кругу инвесторов;
- ✓ организует вторичный рынок облигаций эмитента, поддержит высокую ликвидность на биржевом и внебиржевом рынках, предложит инвесторам широкий круг операций с ними.

- **ЗАО «КБ «ГУТА-БАНК» оказывает услуги по выпуску облигационных займов с 2000 г.;**
- **ЗАО «КБ «ГУТА-БАНК» принял участие в организации и размещении 37 корпоративных, банковских, субфедеральных и муниципальных займов (по состоянию на 1 мая 2004 г.);**
- **ЗАО «КБ «ГУТА-БАНК» проведет комплекс подготовительных работ по повышению инвестиционной привлекательности эмитента.**

Тел.: (095) 771-7802, факс: (095) 771-7858

ЗАО «Северо-Западный Телекомбанк»

Юридический адрес: 191014, г. Санкт-Петербург, Басков пер., 12

Телефон: (812) 326-37-81, Факс: (812) 275-55-23, www.telecombank.ru

Адрес электронной почты: office@telecombank.spb.ru

Лицензия ЦБ РФ на осуществление банковских операций со средствами в рублях и в иностранной валюте для физических и юридических лиц № 168 от 22.03.2000.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 178-05777-100000 от 17.12.2001.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности № 178-05782-010000 от 17.12.2001.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности № 178-05817-000100 от 27.12.2001.

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на управление ценными бумагами № 178-05927-001000 от 05.04.2002.

Телекомбанк является базовой организацией Национальной фондовой ассоциации в Северо-Западном федеральном округе. В 2003 году НФА присвоила Телекомбанку звание «Лучшей организации – профессионального участника рынка ценных бумаг».

Услуги ЗАО «Телекомбанк» по организации облигационных заимствований

1. Услуги организатора:

- разработка стратегии займа
- формирование синдиката андеррайтеров
- обеспечение взаимодействия с биржей и расчетным депозитарием
- подготовка рекламных мероприятий

2. Услуги андеррайтера:

- выработка рекомендаций по параметрам размещения
- проведение переговоров с инвесторами
- размещение займа

3. Услуги платежного агента:

- выплата купонного дохода по облигациям
- выплата сумм погашения

4. Услуги агента по оферте:

- технологическое обеспечение исполнения оферты
- последующее размещение выкупленных облигаций
- предоставление финансирования для исполнения оферты

5. Услуги маркет-мейкера и биржевого специалиста по поддержанию котировок на вторичном рынке

Группа компаний АВК

Инвестиционная компания АВК основана в 1993 году. Уже более 10 лет компания демонстрирует динамичное развитие и высокую конкурентоспособность на рынке финансовых услуг. Сегодня группа компаний АВК, в структуру которой входят: инвестиционная компания АВК, брокерская компания «АВК – ценные бумаги», управляющая компания АВК «Дворцовая площадь», негосударственный пенсионный фонд АВК «Невский проспект», - крупнейший профессиональный участник российского фондового рынка.

Среди основных направлений деятельности компании по оказанию услуг корпоративным клиентам:

- Привлечение финансирования (организация выпусков и размещения акций и облигаций, смешанное финансирование)
- Финансовое и управленческое консультирование (оценка, бизнес-планирование, выбор инструмента и технологии привлечения финансирования для компаний, разработка систем мотивации персонала, кодекс корпоративного управления акционерного общества)
- Реструктуризация и стратегическое развитие бизнеса (реструктуризация бизнеса, слияния и поглощения, корпоративная реструктуризация)
- Организация и сопровождение сделок в сфере M&A
- Брокерские услуги на организованном рынке ценных бумаг и внебиржевом рынке
- Доверительное управление портфелем ценных бумаг
- Управление активами паевых инвестиционных фондов
- Комплексное обслуживание негосударственных пенсионных фондов
- Депозитарное обслуживание

- Оптимизация расчетов между предприятиями
- Операции с векселями
- Информационно-аналитическое сопровождение операций на фондовом рынке

Инвестиционная компания АВК является одним из лидеров на рынке по организации и обслуживанию займов субъектов федерации. В настоящее время АВК – генеральный агент государственных займов Оренбургской, Омской, Калининградской областей, Свердловской, Волгоградской областей и Ханты-Мансийского автономного округа. С 1995 года АВК является генеральным агентом по обслуживанию облигационного займа Санкт-Петербурга.

Инвестиционная компания АВК предоставляет своим клиентам – органам государственной власти и корпорациям – полный комплекс услуг по организации и размещению облигационных займов:

- Разработку проекта и концепции займа;
- Подготовку документов, необходимых для государственной регистрации эмиссии ценных бумаг;
- Организацию первичного размещения займа;
- Информационное сопровождение эмиссии и обращения;
- Организацию размещения и обслуживание вторичного рынка ценных бумаг;
- Финансовое и правовое консультирование эмитента.

Группа компаний АВК предлагает комплексные, взвешенные и квалифицированные решения, направленные на повышение конкурентоспособности и развития бизнеса. Клиентская политика АВК ориентирована на предоставление полного комплекса услуг, позволяющего клиенту использовать возможности фондового рынка с максимальным эффектом.

В настоящее время АВК является:

- ✓ Членом Национальной Фондовой Ассоциации (НФА);
- ✓ Генеральным агентом государственного займа администраций Санкт-Петербурга, Оренбургской, Омской, Калининградской, Волгоградской областей, правительств Свердловской области и Ханты-Мансийского автономного округа;
- ✓ Дилером Министерства финансов Российской Федерации на рынке ГКО-ОФЗ;
- ✓ Агентом Федеральной Фондовой Корпорации по организации и проведению специализированных аукционов по продаже акций;
- ✓ Аккредитованным оценщиком при Министерстве государственного имущества Российской Федерации (МГИ) и Российском Фонде федерального имущества (РФФИ) по оказанию услуг при разработке планов приватизации, оценке акций и активов приватизируемых предприятий;
- ✓ Аккредитованным оценщиком при проведении работ по заданию Агентства по реструктуризации кредитных организаций (АРКО) по следующим направлениям: «Оценщик недвижимости, ценных бумаг и иных активов», «Профессиональный участник рынка ценных бумаг»;
- ✓ Консультантом администрации Санкт-Петербурга по вопросам реализации Концепции реформирования промышленных предприятий;
- ✓ Консультантом Комитета по экономике и промышленной политике Санкт-Петербурга в сфере инвестиционного проектирования;

- ✓ Аккредитованной организацией при региональном отделении ФКЦБ в Центральном федеральном округе для осуществления информационно-консультативной деятельности.

Инвестиционная компания АВК – профессиональный участник рынка ценных бумаг на основании лицензий ФКЦБ на осуществление:

- брокерской деятельности № 178-03255-100000 от 29 ноября 2000 г.
- дилерской деятельности № 178-03343-0100000 от 29 ноября 2000 г.
- деятельности по управлению ценными бумагами № 178-03412-001000 от 29 ноября 2000 г.
- депозитарной деятельности № 178-04116-000100 от 20 декабря 2000 г.
- спецдепозитарной деятельности № 22-000-1-00014 от 18 октября 2000 г.
- фьючерсных и опционных сделок в биржевой торговле (лицензия биржевого посредника) № 403 от 26 декабря 2000 г.

197101, Санкт-Петербург, Каменноостровский пр., 10
(812) 230 7733, 237 0650
www.avk.ru

ОАО «ИК «ЕВРОФИНАНСЫ»

Москва, Новая площадь, д. ¾, 928-0770, 928-6211,
факс 928-1571, www.eufn.ru, invest@eufn.ru

Инвестиционная компания "Еврофинансы" является одним из старейших операторов фондового рынка России. В этом году нам исполняется десять лет. Требовательные клиенты выработали у нашего персонала самое ответственное отношение к вопросам сервисного обслуживания.

С 2000 года ИК «Еврофинансы» оказывает услуги финансового консалтинга. Компания аккредитована при Региональном отделении ФКЦБ России в Центральном федеральном округе в качестве организации, осуществляющей информационно-консультационную деятельность по вопросам подготовки и проведения эмиссии ценных бумаг.

Группа специалистов Инвестиционной компании «Еврофинансы», обладающих опытом помощи крупным компаниям обеспечивает консультационной и организационной поддержкой корпоративные действия. Мы ценим индивидуальность каждого нашего клиента и подходим к решению его проблемы с предельными вниманием и пониманием. Основной принцип работы с клиентами - дисциплина, конфиденциальность и индивидуальный подход.

Наши услуги:

«Защита акционерной собственности»

Разработка технологии. Собрания акционеров. Защита от скупки. «Золотые парашюты». Реорганизация акционерного капитала. Сложные случаи регистрации выпусков ценных бумаг.

«Рост стоимости и капитализации бизнеса»

Реорганизации, повышающие стоимость бизнеса. Переоценки. Вывод предприятия на рынок акций, IPO. Дилерская поддержка акций. Управленческий, налоговый, учетный консалтинг, направленный на повышение капитализации.

«Повышение финансовой эффективности бизнеса»

Финансовый анализ. Управленческий, налоговый, учетный консалтинг, оценка. Реорганизации бизнеса, повышающие финансовую эффективность. Постановка финансового менеджмента.

«Финансирование под ключ»

Бизнес-планы и инвестиционные проекты. Организация сложных схем финансирования. Продажа проекта потенциальным инвесторам. Облигации. Вексельные программы. Вывод предприятия на рынок акций, IPO.

«Подготовка компании для продажи»

Разработка технологий. Бизнес-планы. Реорганизации, повышающие стоимость бизнеса для продажи. Оценка бизнеса. Выпуски ценных бумаг, государственные регистрации.

«Подготовка бизнеса для инвестиций»

Технологии приема инвестиций. Повышение стоимости бизнеса. Бизнес-планы и инвестиционные проекты. Реорганизации под инвестиции. Выпуски ценных бумаг, государственные регистрации. Управленческий, налоговый, учетный консалтинг.

«Урегулирование отношений с акционерами и государством»

Фондовая инвентаризация. Постановка отношений с акционерами. Предотвращение конфликтов интересов. Введение стандартов корпоративного поведения. Урегулирование проблем в акционерном капитале. Сложные случаи регистрации.

«Публичная финансовая история компании»

Вывод предприятия на рынок акций и облигаций. Раскрытие информации. Род-шоу. Продвижение финансового бренда компании.

«Земельные операции «под ключ»

Правовая экспертиза. Подготовка документов. Оформление аренды и иных прав на земельные участки. Все виды срочных регистраций и документальных оформлений. Бизнес-проектирование. Оценка. Организация финансирования. Представление интересов клиента.

«Финансовый инжиниринг»

Сложные финансовые продукты (управление денежными потоками, рисками, международные операции).

Миссия компании по качеству услуг для клиентов - поддерживать репутацию одной из самых динамичных и инновационных компаний на рынке, работать с лучшими и для лучших «под ключ».

Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр»

НДЦ НА РЫНКЕ ОБЛИГАЦИЙ

■ Уполномоченный депозитарий по выпускам облигаций с обязательным централизованным хранением

НДЦ является первичным звеном учетной системы, осуществляющим ведение эмиссионного счета депо эмитента облигаций, учет прав на облигации и хранение сертификата, оформленного на весь объем выпуска, обслуживает биржевой и внебиржевой рынки облигаций

■ Расчетный депозитарий фондовых бирж (ММВБ, СМВБ, СПВБ)

НДЦ осуществляет расчеты по сделкам, заключенным при размещении облигаций и их вторичном обращении

■ Платежный агент

Осуществление НДС функций платежного агента предполагает полный комплекс по обслуживанию выплат, в том числе:

- осуществление расчета платежей;
- перечисление денежных средств по поручению эмитента;
- предоставление эмитенту отчетов о произведенных выплатах;
- информирование владельцев и держателей облигаций о сроках и условиях выплат купонов и погашения облигаций;
- предоставление отчетов лицам, уполномоченным на получение купонных выплат и сумм от погашения номинальной стоимости облигаций

■ Национальное нумерующее агентство

НДС присваивает облигациям универсальный международный идентификационный код ISIN

Подготовка облигационных займов и заключение договоров с эмитентами:
Фатеев Павел, Буряков Денис, тел. (095) 232-05-27

Корпоративные действия, присвоение кодов ISIN:
Ульянова Елена, тел. (095) 956-09-30

Услуги платежного агента:
Косырева Екатерина, тел. (095) 232-05-11

125009, Москва, Средний Кисловский пер., дом 1/13, стр.4
www.ndc.ru
www.isin.ru