

И.Н. Новикова, Белорусский торгово-экономический университет потребительской кооперации

ОЦЕНКА СОСТОЯНИЯ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ ПРИВЛЕЧЕНИЯ ЗАЕМНОГО КАПИТАЛА НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Очевидно, что предприятие не может функционировать в долгосрочном плане в условиях простого самофинансирования. Даже расширенное самофинансирование не осуществляется в чистом виде. В экономике всегда имеются так называемые «свободные финансовые ресурсы», собственники которых готовы предоставить их за определенную плату. Однако подобное привлечение капитала должно быть обоюдовыгодным.

Существует два основных варианта привлечения капитала на рынке ценных бумаг: доленое и долговое финансирование. В силу организационно-правовой формы привлечение собственного капитала доступно только акционерным обществам. Поэтому актуально исследование вопросов выпуска и продажи на рынке срочных ценных бумаг (облигаций). Согласно Закону Республики Беларусь «О ценных бумагах и фондовых биржах» облигация – ценная бумага, подтверждающая обязательство эмитента возместить владельцу ценной бумаги ее номинальную стоимость в установленный срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено условиями выпуска) [1]. Процедура выпуска и государственной регистрации облигаций регламентируется постановлением Комитета по ценным бумагам от 11.04.2006 г. № 09/П «Об утверждении Инструкции о порядке выпуска и государственной регистрации ценных бумаг» с изменениями и дополнениями [2], внесение которых было обусловлено необходимостью приведения данной процедуры в соответствие с Законом Республики Беларусь «О хозяйственных обществах» [3], вступившим в силу 2 августа 2006 г.

Перед тем, как начать размещение облигаций, эмитент самостоятельно или с привлечением инвестиционного консультанта должен продумать, кто в первую очередь будет их приобретать, т.е. кто является потенциальным инвестором. В зависимости от этого должны выбираться следующие параметры облигаций:

1. Форма выпуска (документарная или бездокументарная). Согласно постановлению Министерства финансов от 0.06.2006г. № 63 [4], бланки облигаций являются бланками строгой отчетности, имеющими несколько степеней защиты от подделки. При выпуске облигаций в документарной форме возникает необходимость разработки эскиза бланка и его изготовления, что удорожает процедуру эмиссии. Данная форма выпуска целесообразна в том случае, когда прогнозируется размещение облигаций среди физических лиц.

2. Выбирается технология размещения. Размещение ценных бумаг может происходить в следующих видах:

2.1. *Прямое размещение* ценных бумаг непосредственно эмитентом, если в штате сотрудников имеется профессиональный участник рынка ценных бумаг. Такое размещение обычно происходит среди достаточно небольшого количества владельцев.

Прямое размещение облигаций имеет одно достоинство: отсутствует необходимость платить посредникам комиссионные за размещение. Однако оно имеет и ряд недостатков, среди которых можно выделить следующие:

- необходимость наличия на предприятиях специалистов, знающих технологию работы с ценными бумагами, в том числе специалистов, имеющих квалификационный аттестат на право работы с ценными бумагами;
- невозможность охватить широкий круг инвесторов – юридических лиц, привлечь иностранных инвесторов;
- реально посредники выполняют не только функцию агента по размещению ценных бумаг, но и консультируют предприятие по вопросам выбора оптимального вида ценных бумаг с учетом его потребности и возможностей финансового рынка.

Фактически прямое размещение целесообразно проводить только в случаях, если предприятие планирует реализовать весь выпуск облигаций заранее известному кругу инвесторов, с которыми оно состоит в партнерских отношениях или планируется разместить небольшой объем займа, преимущественно среди физических лиц, прежде всего сотрудников.

В других случаях предприятие может столкнуться с ситуацией, когда прямое размещение

облигационного займа окажется более дорогим, чем с участием посредника.

2.2. *Размещение на аукционе* оправданно при прогнозируемом высоком спросе инвесторов на выпускаемые ценные бумаги.

Этот способ достаточно редко используется при размещении негосударственных ценных бумаг. Однако, на наш взгляд, у этого способа в условиях становления рынка корпоративных ценных бумаг есть и определенные перспективы. Это обусловлено следующими факторами:

- наличием практики размещения с помощью аукциона государственных облигаций;
- отсутствием сложившегося рынка корпоративных облигаций в Беларуси. В этих условиях ни эмитент, ни посредник не могут заранее предсказать, по каким ценам будут размещены облигации, в то время как аукцион в определенной степени позволяет решить данную проблему;
- отсутствием практики инвестиционно-банковской деятельности в Беларуси.

2.3. *Размещение через посредника* (в международной практике он называется генеральным менеджером) осуществляется в различных формах: посредники могут гарантировать размещение облигаций, обязуясь выкупить выпуск на себя либо полностью, либо неразмещенную среди инвесторов часть выпуска, либо только оказывать содействие эмитенту в продвижении его облигаций, но не гарантировать размещения выпуска.

При выборе посредника предприятию-эмитенту рекомендуется придерживаться следующих принципов:

- Размещение ценных бумаг на международных финансовых рынках (евроблигации) осуществляется с помощью международного синдиката андеррайтеров. Эмитент выбирает одного или нескольких ведущих менеджеров (лид-менеджеров, lead managers), которые подбирают соменеджеров займа и от их имени согласуют с эмитентом условия выпуска.

• При планировании эмиссии на внутреннем рынке на роль посредника может быть назначен отечественный профессиональный участник рынка ценных бумаг. Если планируется разместить часть выпуска среди

иностранных инвесторов, то привлекаемый посредник должен иметь надежные связи с этой группой инвесторов.

В практике применяются два принципиальных способа выбора посредника для эмиссии ценных бумаг: 1) «договорный» способ, когда выбор посредника осуществляется по результатам переговоров, в результате которых происходит согласование параметров эмиссии и цены размещения; 2) «тендерный» способ, при котором выбор генерального менеджера осуществляется в результате публичных торгов, где посредники конкурируют между собой, предлагая наибольшую цену или наилучшие условия размещения.

Посредник, осуществляя непосредственное размещение ценных бумаг среди инвесторов, в случае необходимости привлекает к размещению «группу продаж». Группа продаж может включать небольшие брокерские компании, работающие непосредственно с конечными инвесторами. Преимущество размещения через посредников – возможность размещения значительных объемов ценных бумаг. Недостаток – необходимость платить комиссионные за размещение.

Ставки комиссионных вознаграждений за размещение облигаций как в России, так и в Беларуси пока еще не сформировались. Поэтому, чтобы оценить расходы, сопряженные с выпуском облигаций, целесообразно обратиться к опыту других стран. Размер вознаграждения за размещение облигаций (в случае гарантированного размещения) инвестиционными банками США для достаточно крупных выпусков составляет порядка 1,2 – 0,9%. При проведении переговоров с посредниками предприятиям целесообразно ориентироваться на ставки, принятые в мировой практике.

Размещение ценных бумаг требует рекламы и маркетинга, существенно отличающихся от методов продвижения иных товаров и услуг. Основная идея, которая должна соблюдаться эмитентом – информационная открытость, обеспечение доступа инвесторов к информации о предприятии. Комплекс мер по продвижению выпуска ценных бумаг и взаимодействию с инвесторами обычно описывается термином «взаимоотношения

с инвесторами» (investor relations). На предприятии может быть создан специальный отдел по связям с инвесторами, кроме того, в зарубежной практике предприятия сотрудничают со специальными фирмами, специализирующимися на связях с инвесторами. В Республике Беларусь налаживание связей с инвесторами могут осуществлять профессиональные участники рынка ценных бумаг.

Задача подразделения по взаимосвязям с инвесторами как раз и состоит в обеспечении доступа инвесторов к информации о предприятии. Следует отметить, что такая деятельность должна осуществляться не только в момент размещения ценных бумаг, а на постоянной основе.

Обеспечение необходимой информационной открытости достигается за счет следующего комплекса мер:

1. Получение рейтинга от рейтингового агентства. Существуют признанные мировые рейтинговые агентства, получение рейтингов этих агентств – необходимый этап при выпуске международных облигаций.

В Республике Беларусь с 1 мая 2007г. в рамках банковской системы функционирует кредитное бюро, которое, на наш взгляд, также может выполнять функции рейтингового агентства.

2. Обеспечение регулярного доступа инвесторов к бухгалтерской отчетности предприятия; желательно предоставлять доступ к промежуточной отчетности. Кроме того, предприятие должно позаботиться о получении аудиторского заключения. Если среди потенциальных инвесторов есть иностранные, необходимо подготовить баланс в соответствии с западными стандартами, а аудиторское заключение получить у признанной мировой аудиторской фирмы.

3. Рассылка предложений по покупке ценных бумаг заинтересованным инвесторам. Такие предложения могут включать и проспекты эмиссии облигаций.

4. Организация презентаций и «road-show» для крупных потенциальных инвесторов (прежде всего, западных и российских инвестиционных фондов, возможно, крупных инвесторов – юридических лиц). «Road-show» – специальное название презентации

выпуска ценных бумаг, на которой эмитент рассказывает крупному инвестору о предлагаемых ценных бумагах.

5. Проведение эмитентом открытой информационной политики при активном сотрудничестве со средствами массовой информации.

Основными базовыми характеристиками облигации являются:

1) номинал – стоимость ценной бумаги, подлежащая погашению по окончании срока, на который она выпущена;

2) купон – фиксированный процент от номинала облигации, который устанавливается в момент ее выпуска. Исходя из этого процента инвестор получает регулярный доход (дисконт – разница между продажной ценой и номиналом облигации);

3) дата погашения.

Номинал облигации может быть твердо зафиксирован как в рублях, так и привязан к курсу иностранной валюты. Однако выпуск облигаций, номинированных в иностранной валюте, может быть целесообразен лишь для тех предприятий, цены на продукцию которых, имеют высокую корреляцию с курсом определенной иностранной валюты.

Согласно отчету о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2006 г. были зарегистрированы 29 выпусков корпоративных облигаций на общую сумму эмиссии 99,5 млрд бел. рублей, 5 млн долл. США и 6 млн евро, в том числе: облигаций, эмитированных банками – 22 выпуска на общую сумму эмиссии 84,1 млрд бел. рублей, 5 млн долл. США и 6 млн евро; облигаций, эмитированных субъектами хозяйствования (кроме банков) – один выпуск на общую сумму эмиссии 0,8 млрд бел. рублей; жилищных облигаций – шесть выпусков на общую сумму эмиссии 14,6 млрд бел. рублей [5]. Таким образом, приоритетным является заимствование в белорусских рублях, что в свою очередь характеризует стабильность отечественной денежно-кредитной системы.

Процентные ставки купонного дохода и величина дисконта по облигациям находятся во взаимосвязи с рыночной доходностью аналогичных ценных бумаг, обращающихся на

рынке, ставкой рефинансирования, системой налогообложения доходов, полученных инвестором. Процентная ставка по облигациям банков в 2006 г. колебалась в пределах 6–8% годовых – для облигаций в иностранной валюте (в долларах США и евро) и в размере ставки рефинансирования плюс один–два процентных пункта – для облигаций в белорусских рублях [5].

Следует отметить невысокую активность реального сектора экономики в использовании облигаций как механизма привлечения инвестиций. Это в некоторой степени обусловлено тем, что в 2006 г. государственные и банковские облигации имели значительные конкурентные преимущества по сравнению с небанковскими облигациями в части льготного налогообложения, предусмотренного:

- Декретом Президента Республики Беларусь от 23.12.1999 № 43 – по государственным ценным бумагам, ценным бумагам Национального банка Республики Беларусь, муниципальным ценным бумагам [6];

- Указом Президента Республики Беларусь от 04.04.2006 №201 «Об освобождении доходов, полученных физическими лицами в виде процентов по облигациям банков, от обложения подоходным налогом», которым было установлено, что доходы, полученные по облигациям четырех банков (АСБ «Беларусбанк», ОАО «Белагропромбанк», ОАО «Белинвестбанк», ОАО «Белпромстройбанк») не облагались подоходным налогом [7].

Выбор срока размещения облигаций обусловлен такими факторами, как разница в доходности краткосрочных и долгосрочных облигаций, размер займа, кредитный рейтинг предприятия. Кроме того, следует учитывать, что лишь процедура регистрации и размещения облигаций длится не менее двух месяцев. Так, в 2006 г. минимальный период размещения облигаций составил 200 дней, максимальный – полтора года. Некоторые ограничения на процесс накладывает и то, какие по сроку облигации уже обращаются на рынке. Срок обращения корпоративных облигаций на фондовом рынке Республики Беларусь в 2006 г. составлял от года до трех лет. При установлении срока привлечения займа следует учитывать и срок окупаемости того

инвестиционного проекта (мероприятия), на финансирование которого привлечены средства займа.

Унифицированного формализованного алгоритма обоснования целесообразности и условий эмиссии облигационного займа не существует. Поэтому рекомендуется учитывать ряд факторов, главные из которых:

- прогноз ситуации на рынке заёмного капитала (динамика процентных ставок);
- наличие обеспечения долга;
- достаточность доходов от инвестирования дополнительных финансовых ресурсов для покрытия текущих процентов и погашения основной суммы долга;
- обеспечение не критического уровня резервного заёмного потенциала (значим для

получения кратко- и среднесрочных кредитов для осуществления текущей деятельности).

В заключение можно сделать вывод о том, что в настоящее время в Республике Беларусь имеются реальные предпосылки для развития рынка корпоративных облигаций: действует достаточно проработанное законодательство, наблюдаются стабильность курса национальной валюты, рост доходов населения, функционирует эффективная система биржевых торгов и внебиржевого обращения ценных бумаг, обеспечена информационная открытость предприятий. Это позволяет прогнозировать рост активности предприятий в сфере привлечения заёмного капитала на финансовом рынке Республики Беларусь.

ЛИТЕРАТУРА

1. О ценных бумагах и фондовых биржах: Закон Респ. Беларусь от 12.03.1992 г. №1512-ХІІ (в ред. Законов от 28.06.1996 г. №487-ХІІІ, от 11.11.2002 г. № 148-3) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2001. – 15 марта. – №2/326.
2. Об утверждении Инструкции о порядке выпуска и государственной регистрации ценных бумаг: постановление Комитета по ценным бумагам Респ. Беларусь от 11.04.2006 г. № 09/П (в редакции постановления М-ва финансов Респ. Беларусь от 12.09.2006 г. № 112) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2006. – 13 окт. – №8/15099.
3. О хозяйственных обществах: Закон Респ. Беларусь от 09.12.1992 г. №2020-ХІІ (в ред. от 10.01.2006 г.) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2006. – 1 февр. – №2/1197.
4. О внесении изменений и дополнений в постановление Министерства финансов Республики Беларусь от 1.03.2002 г. №29: Пост. Мин-ва финансов Респ. Беларусь от 6.06.2006 г. №63 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2006. – 14 июня. – №8/14559.
5. Отчет о работе Департамента по ценным бумагам Министерства финансов Республики Беларусь в 2006 году // <http://www.minfin.gov.by/rmenu/departament/otchet/>
6. О налогообложении доходов, полученных в отдельных сферах деятельности: Декрет Президента Респ. Беларусь от 23.12.1999 г. № 43 (в ред. Декретов Президента Респ. Беларусь от 04.04.2002 г. №10, от 12.11.2003 г. №22, от 21.02.2006 г. №3, от 26.12.2006 г. №21) // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 1999. – 27 дек. – №1/871.
7. Об освобождении доходов, полученных физическими лицами в виде процентов по облигациям банков, от обложения подоходным налогом: Указ Президента Респ. Беларусь от 04.04.2006 г. № 201 // Нац. реестр правовых актов Респ. Беларусь. – 2006. – 6 апр. – №1/7418.

РЕЗЮМЕ

В статье исследуется возможность привлечения заёмного капитала на рынке ценных бумаг Республики Беларусь. Рассмотрена процедура выпуска облигационного займа, проанализированы его базовые параметры. Даются рекомендации по учету факторов эффективного привлечения капитала.