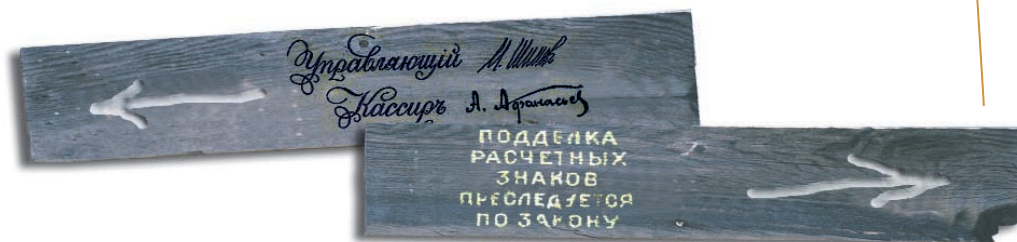


ЕСТЬ ЛИ БУДУЩЕЕ у корпоративных облигаций?



В Украине сегодня складывается благоприятная ситуация для выхода отечественных компаний на фондовый рынок с целью заимствования средств инвесторов при помощи выпуска публично торгуемых на бирже корпоративных облигаций (КО). Как инструмент привлечения эмитентом денежных средств, они обладают следующими преимуществами:

а) по сравнению с долевым финансированием (эмиссией акций):

- ♦ при выпуске облигаций **отсутствует риск** уменьшения доли действующих собственников в акционерном капитале компании;
- ♦ **стоимость заимствования** с помощью выпуска акций превышает стоимость заимствования с помощью КО, так как для инвестора вложение средств в акции ассоциируется с более высоким риском, чем в облигации, и соответственно, он ожидает получить больший доход;

б) по сравнению с банковским кредитованием:

- ♦ **размер** объема эмиссии облигаций может значительно превышать размер банковского кредита; как известно, банк не может выдать кредит одному заемщику в сумме, превышающей 25% капитала банка;
- ♦ сроки заимствования при выпуске облигаций составляют, как правило, более 1 года; банк же выдает кредит на срок менее 1 года и по его окончании кредитный договор переоформляется на аналогичный срок;
- ♦ **процентная ставка** по облигациям является **фиксированной** или **плавающей**, в то время как процентная ставка по банковскому кредиту изменяется в зависимости от ситуации на рынке;
- ♦ **стоимость заимствования** путем выпуска КО ниже, чем стоимость получения займа на рынке банковских кредитов, что отражает характер «прямого» выхода эмитента на рынок капиталов;
- ♦ **отсутствие** обязательного **залога** (обеспечения) при выпуске КО, тогда как при банковском кредите заемщик должен предоставить залог, превышающий по стоимости размер кредита;
- ♦ **целевое использование** денежных средств, полученных от размещения облигаций, ограничивается только теми целями, которые были объявлены при выпуске, в то время как коммерческий банк, как правило, более жестко отслеживает целевое использование средств заемщиком

вплоть до контроля платежных поручений по списанию средств со счета, на котором учитывается сумма кредита;

- ♦ при выпуске облигаций компания производит **заем** денежных средств у **широкого круга инвесторов** — физических лиц, других компаний, коммерческих банков, страховых компаний, пенсионных фондов, институтов совместного инвестирования, в то время как при банковском кредитовании кредитором выступает конкретный банк или небольшое число банков, в случае синдицированного кредита;
- ♦ при публичной эмиссии облигаций оценку заемщика проводит широкий круг независимых от эмитента финансовых аналитиков с применением общепринятых методик проведения кредитного анализа, что позволяет определить более **справедливую цену заимствования**; при получении же кредита решение о предоставлении средств принимается узким кругом банковских специалистов (кредитным комитетом банка) с применением внутренних методик оценки кредитоспособности клиента;
- ♦ на фоне выполнения регулярных платежей по обслуживанию эмиссии облигаций (выплата процентов и погашение номинала) **формируется успешная публичная кредитная история компании**, что в дальнейшем позволяет рассчитывать на заимствование в большем объеме и (или) по меньшей ставке.

Как и долг по банковскому кредиту, сумма денежных средств, полученная при выпуске и размещении облигаций, может быть **досрочно погашена** эмитентом при помощи:

- ♦ погашения облигаций в определенный период времени задолго до окончания срока обращения облигаций с выплатой процента по более низкой ставке;
- ♦ выкупа облигаций на вторичном рынке и их досрочного погашения.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ

До середины 1999 г. выпуск облигаций был невыгоден для отечественных предприятий. По действующему на то время ЗУ «О налогообложении прибыли предприятий» сумма средств, полученная при размещении облигаций, подпадала под налогообложение как полученная прибыль. С принятием 15 июля 1999 г. Закона «О внесении изменений в некоторые законы Украины с целью стимулирования инвестиционной деятельности» данный вопрос был более детально урегулирован. Таким образом, предприятие-эмитент облигаций:

- ♦ **не включает** в состав валовых доходов сумму средств, полученную при размещении облигаций;
- ♦ **не включает** в состав валовых расходов сумму средств, направляемую на погашение выпуска облигаций;
- ♦ **включает** в состав валовых расходов суммы процентов, выплаченные инвесторам по купонным облигациям; в случае, если были выпущены дисконтные облигации, то эмитент включает в состав валовых расходов балансовые убытки от размещения таких ценных бумаг в налоговый период, на протяжении которого произошло погашение облигаций.

Очевидно, что законодательная база, регулирующая все сферы существования рынка корпоративных облигаций в Украине, не является идеальной. По мнению экспертов, наиболее важным шагом в развитии рынка должно стать смягчение ограничения, прописанного в статье 11 ЗУ «О ценных бумагах и фондовой бирже». В частности, в ней говорится, что «акционерные общества могут выпускать облигации на сумму не более 25% от размера уставного фонда...». А так как на сегодня размер уставного фонда ком-



пании в большинстве случаев не отражает реальный размер капитала компании, то из уст участников рынка звучат предложения о замене указанного ограничения на более реальный показатель капитализации эмитента облигаций. Причем, это ограничение распространяется только на акционерные общества. Реалии рынка корпоративных облигаций таковы, что акционерная компания может организовывать выпуск облигаций необходимого ей объема через свою дочернюю компанию в форме общества с ограниченной ответственностью. При этом объем выпуска облигаций может намного превышать 25% доли уставного фонда дочерней компании.



МАКРОЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТАБИЛИЗАЦИЯ

На фоне макроэкономической стабилизации в Украине (табл. 1) рынок корпоративных облигаций в 2001 г. характеризовался всплеском зарегистрированных эмиссий этих ценных бумаг. Так, за весь прошлый год было выпущено облигаций на сумму 694,32 млн. грн., что почти в 2 раза больше общей суммы аналогичных выпусков 1996–2000 гг. (рис. 1). Прогноз развития экономики Украины на 2002–2003 гг. говорит о том, что положительный прирост экономики будет, по крайней мере, сохранен. Поэтому те макроэкономические факторы, которые благоприятно содействовали развитию рынка в 2001 г., будут стимулировать появление новых участников рынка.

ПУБЛИЧНЫЕ ВЫПУСКИ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

В 2001 г. рынок корпоративных облигаций в Украине расширился не только за счет увеличения числа эмитентов и объема эмиссий, но и сделал качественный шаг в своем развитии — впервые были сделаны рыночные эмиссии облигаций (табл. 2).

Из приведенных в табл. 2 параметров выпуска можно сделать следующие выводы:

- срок обращения облигаций — от 6 месяцев до 1,5 лет (в среднем — 1 год);
- средняя ставка заимствования на 1 год составляет 20–23% годовых; на 1 год и 3 месяца — 24%;
- купон по облигации, выраженный годовой процентной ставкой в гривне, сопровождается оговоркой о минимальной гарантированной доходности в долларовом эквиваленте;
- из-за недостаточного развития рынка государственных облигаций, который должен служить индикатором стоимости заимствования с минимальным уровнем риска, уровень ставок купонов по выпущенным рыночным облигациям находится в коридоре ставок коммерческих банков по кредитам и депозитам.

1 Макроэкономические показатели Украины

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 прогноз	2003 прогноз
Прирост реального ВВП, %	90	97	98,1	99,8	105,9	109	105,1	105,7
Инфляция, %	39,7	10,1	20	19,2	25,8	6,1	5,9	8,3
Средняя ставка по кредитам коммерческих банков, %	77,1	49,1	54,5	53,4	40,3	31,9	26,7	23,3
Средняя ставка по депозитам коммерческих банков, %	34,3	18,2	22,3	20,7	13,5	11,2	н/д	н/д

Источник: агентство деловой информации «Контекст», НБУ, «Цінні папери України» №16 від 25.04.2002 р.

Эмитент	Тип облигаций	Форма выпуска	Серия	Объем эмиссии, млн. грн.	Номинал, грн.	Купон, %		Срок обращения	Количество купонов	Дата размещения	Дата погашения	Состояние выпуска
						UAH	USD					
ГАК «Титан» 1-я эмиссия	Процентные именные	Бездокументарная	–	10	100	24	–	92 дня	1	04.06.01	03.09.01	Размещен на 50%, погашен
ЗАО «Киевстар GSM»	Процентные именные	Бездокументарная	A	16,2	1 000	18	6	6 мес.	1	01.10.01	01.04.02	Размещен на 100%, погашен
	Процентные на предъявителя	Документарная	B	10,8	2 000	–	11	12 мес.	2	01.10.01	01.10.02	Размещен на 100%
	Процентные именные	Бездокументарная	C	32,95	1 000	20	7	12 мес.	1	01.10.01	01.10.02	Размещен на 100%
	Процентные на предъявителя	Документарная	D	27	2 000	–	12	18 мес.	3	01.10.01	01.04.03	Размещен на 100%
ГАК «Титан» 2-я эмиссия	Процентные именные	Бездокументарная	A	10	100	23	10	12 мес.	1	17.04.02	14.04.03	Размещен на 100%
			B	10	100	22	10	12 мес.	4	15.05.02	15.05.03	Проходит первичное размещение
			C	10	100	24	11	15 мес.	1	15.05.02	15.08.03	Проходит первичное размещение
			D	5	100	23	10	12 мес.	1	05.06.02	05.06.03	Подготовка к первичному размещению
			E	5	100	22	10	12 мес.	4	05.06.02	05.06.03	Подготовка к первичному размещению
			F	10	100	24	11	15 мес.	1	05.06.02	05.09.03	Подготовка к первичному размещению
ГМА «Борисполь»	Процентные именные	Бездокументарная	–	20	100	20	12	12 мес.	1	12.06.02	12.06.03	Размещен на 100%

Источник: ПФТС, «Укрсиббанк»

ВЫПОЛНЕНИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ НА РЫНКЕ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Украина имеет недолгую историю обращения публичных эмиссий корпоративных облигаций — всего 1 год. Но на сегодня имеется два события их успешного погашения.

Во-первых, это погашение 4 сентября 2001 г. ГАК «Титан» 1-й эмиссии своих облигаций. Следует отметить, что из заявленных к размещению облигаций на общую сумму 10 млн. грн. было размещено всего 50%. Таким образом, «Титан» выплатил 5 302 465,75 грн., в т. ч. сумму процентов в размере 302 465,75 грн.

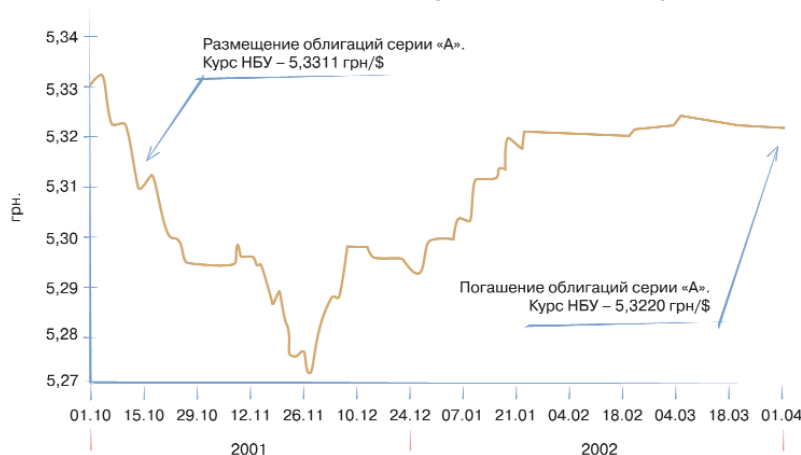
Второе событие — это погашение облигаций серии «А» из проспекта 1-й эмиссии облигаций ЗАО «Киевстар GSM». На следующий день после завершения срока обращения данной ценной бумаги компания выплатила инвесторам сумму 17,654 млн. грн., в том числе сумму процентов в размере 1,454 млн. грн. Благодаря тому, что официальный курс на протяжении срока обращения бумаг не превысил значения, которое сложилось на дату размещения, дополнительный купон, гарантирующий минимальную доходность в валюте, не был востребован (рис. 2).

Не менее интересным является вопрос, какую же реальную доходность получил инвестор, вложивший свои валютные средства в облигации серии «А». Произведем расчет. Допустим, что (1) инвестор (физическое лицо) решил приобрести 5 000 шт. облигаций ЗАО «Киевстар GSM» серии «А» при их первичном размещении и держал их в своем портфеле до погашения; (2) все операции по обмену валюты инвестор будет проводить в безналичной форме через коммерческий банк (комиссия банка по операциям покупки/продажи валюты составляет 0,5%). Для приобретения 5 000 шт. облигаций по цене 1 000 грн. инвестор в день первичного размещения (01.10.2001 г.) потратил \$943 484,79 на приобретение 5 млн. грн. по курсу 5,326 грн./\$. Комиссия банку за продажу валюты составила \$4 693,95. В день погашения облигаций (01.04.2002 г.) инвестор получил вложенные средства (5 млн. грн.) и проценты в размере 448 767,12 грн. После вычета налогов (20%) сумма средств на руках инвестора составила 5 359 013,70 грн.,

которая была направлена на покупку валюты по курсу 5,333 грн./\$. В результате инвестор купил \$990 027,46, заплатив комиссию банку (0,5%) в сумме 26 399,08 грн. и совершив платеж в пенсионный фонд (1%) в сумме 52 798,16 грн. Таким образом, доходность вложения в 6-ти месячные облигации ЗАО «Киевстар GSM» серии «А» составила 9,89% годовых в валюте. Что выше более чем на 4% ставки валютного депозита в банке АППБ «Аваль» за аналогичный период времени.

Согласно действующему положению ГКЦБФР о выпуске корпоративных облигаций, процесс их публичного выпуска занимает по различным подсчетам 12–15 недель.

Динамика курса НБУ в период обращения облигаций серии «А» ЗАО «Киевстар GSM»



СТОИМОСТЬ ВЫПУСКА КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Для эмитента облигаций важен вопрос реальной стоимости заимствования с учетом расходов, связанных с эмиссией.

Некоторые статьи затрат при выпуске КО имеют фиксированную величину (присвоение международного идентификационного кода, публикация в прессе), другие зависят от объема эмиссии.

В качестве примера определим стоимость выпуска облигаций ГМА «Борисполь»:

Объем эмиссии — 20 млн. грн., срок обращения ценных бумаг — 1 год, ставка купона — 20% (минимальная гарантированная доходность — 12% в эквиваленте доллара США), выплата купона происходит при погашении

Статьи расходов, грн.

1. Государственная пошлина за регистрацию информации о выпуске ЦБ (0,1%)	20 000
2. Присвоение международного идентификационного номера (кода) в Национальном депозитарии Украины	1 888
3. Публикация в прессе (газета «Бюлетень. Цінні папери України)	2 750
4. Услуги депозитария МФС	10 000,0
5. Услуги андеррайтера/менеджера по размещению (2%)	400 000,0
6. Всего расходов:	434 638
7. Сумма привлеченных средств путем выпуска облигаций	20 000 000
8. Сумма привлеченных средств, скорректированная на сумму расходов (п.7 – п.6)	19 565 362
9. Общая сумма процентов, которая должна быть выплачена инвесторам (п.8*20%)/100	4 000 000
10. Ставка заимствования с учетом расходов (п.9/п.8)*100%	20,44%

Таким образом, стоимость заимствования для ГМА «Борисполь» путем выпуска облигаций в бездокументарной форме *составляет 20,44%*, что всего на 44 базисных пункта выше процентной ставки, заявленной в проспекте эмиссии, и меньше действующих на сегодня ставок коммерческих банков. Например, в банке АППБ «Аваль» процентная ставка за пользование кредитом составляет 25–30% годовых в гривне.

Следовательно, корпоративные облигации создают реальную возможность ответственным корпорациям, которые ведут успешный бизнес в рамках как общенационального, так и международных рынков, привлечь финансирование при помощи прямого выхода на рынки капиталов.

Александр ВАЛЬЧИШЕН,
 финансовый аналитик ООО «АРТ-Капитал»,
 член УОФА
 valchysben@art-capital.com.ua