

ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ КАК СПОСОБ ВОССТАНОВЛЕНИЯ ПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТИ НЕСОСТОЯТЕЛЬНЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

В статье рассмотрен способ санации предприятий с помощью выпуска облигаций. Рост популярности данного вида ценных бумаг подтверждается ростом объема их размещения на фондовом рынке в представленной диаграмме. Для более полного контроля за выпуском и размещением облигаций предлагается одновременное исполнение кредитным учреждением функций ряда участников этого процесса.

В современных российских условиях большое количество организаций утрачивают свою платежеспособность из-за неэффективного управления ими. Основными мерами финансового оздоровления таких организаций является реконструкция процедур управления с целью поиска путей и возможностей использования в первую очередь внутривладельческих резервов.

При разработке мероприятий на разных этапах финансового оздоровления можно воспользоваться различными вариантами управленческих действий, наиболее характерными для большинства российских организаций.

В этих целях в первую очередь необходимо использовать внутренние резервы, так как их успешное применение позволяет не только снять финансовую угрозу банкротства, но и в значительной мере избавить организацию от использования заемного капитала, то есть обеспечить ее восстановление с меньшими издержками.

Однако, когда внутренние возможности предприятия не позволяют восстановить его платежеспособность для успешного функционирования, то следует прибегнуть к внешней помощи.

Одним из механизмов решения данной проблемы является проведение санации предприятия-должника в различных формах.

Наиболее широкий диапазон применения имеет санация, инициируемая самой организацией, которая носит упреждающий характер, полностью согласуется с целями и интересами организации, подчинена задачам ее антикризисного управления и сочетается с осуществляемыми мерами финансовой стабилизации.

Необходимость проведения санации обусловлена тем, что использование пред-

приятием собственных механизмов финансовой стабилизации не достигло целей и кризисное финансовое состояние продолжает ухудшаться.

Санация определяется в рамках конкретного направления, избранного организацией с учетом особенностей кризисной ситуации, в связи с чем и возможны ее следующие основные формы:

- дотации и субвенции за счет средств бюджета различного уровня управления, что достаточно редко;
- государственное льготное кредитование;
- государственная гарантия коммерческим банкам по кредитам, выдаваемым санацируемому предприятию;
- финансовая помощь заинтересованных третьих лиц – как юридических, так и физических;
- списание санатором-кредитором части долга в том случае, если требование о полном погашении долга нереально и приведет предприятие к финансовому краху;
- перевод краткосрочных банковских кредитов в долгосрочные. Чаще всего в процессе такого перевода долга в разряд долгосрочных повышается процентная ставка по кредиту;
- целевой банковский кредит на реальный проект. Такая форма санации осуществляется, как правило, коммерческим банком после тщательного аудита. Так как предоставление такого целевого санационного кредита имеет очень высокий уровень риска, то ставка процента по нему обычно достигает максимального уровня;
- отсрочка погашения векселей организации (под гарантию банка-санатора). Данная форма санации может производиться отдельными векселедержателями и возмож-

на с одновременной денежной (от банка-санатора) компенсацией потерь от отсрочки погашения векселей организацией-эмитентом. Также возможно и принятие банком векселей предприятия для их погашения с дисконтом, размер которого определяется по взаимному соглашению;

- проведение дополнительной эмиссии акций с целью привлечения инвестиционных средств (реструктуризация уставного капитала);

- выпуск облигаций предприятия под гарантийное обеспечение стабильно функционирующего юридического лица.

К наиболее часто используемым способам заимствования денежных средств можно отнести выпуск векселей, акций, облигационных займов и привлечение банковских кредитов.

В настоящее время в России на рынке ценных бумаг ситуация складывается следующим образом. Для российских компаний среднего размера рынок корпоративных облигаций стал практически безальтернативным источником публичного финансирования. Выпуск еврооблигаций для них проблематичен, а размещение акций чревато потерей независимости.

Корпоративные облигации являются одним из наиболее стремительно развивающихся сегментов российского финансового рынка. Быстрый рост биржевых оборотов, появление широкого круга инвесторов, а также промышленных компаний, для которых облигации становятся важным источником заемного финансирования, свидетельствуют о том, что российский рынок корпоративных облигаций ожидает большое будущее.

Облигации – это долговременные долговые обязательства, посредством которых эмитент занимает определенную сумму денег, а взамен обязуется выплатить фиксированный процент (доход, купон), а также возратить основную сумму долга при наступлении установленного срока (срока платежа). Облигация – это ценная бумага. Однако слово «бумага» не должно никого вводить в заблуждение. Ныне основная масса ценных бумаг (практически все акции и облигации) выпускаются в бездокументар-

ном виде, то есть в виде электронных записей на счетах.

К лету 2007 года порядка 620 выпусков облигаций российских предприятий обращались на фондовом рынке. Эмитентами новых инструментов выступили как промышленные предприятия, так и целый ряд банков. При этом можно отметить, что некоторые компании осуществляют не разовые размещения, а приняли специальные долгосрочные программы выпуска облигаций, что свидетельствует о росте популярности этих бумаг как эффективного инструмента привлечения финансовых ресурсов.

Динамика объема размещенных российскими эмитентами корпоративных облигаций выглядит следующим образом (рис. 1).

Данная диаграмма отражает лишь официальные (рыночные) займы, то есть выпуски облигаций, размещение которых прошло на российских фондовых биржах, но ведь облигации (как и акции) могут размещаться вне биржи по открытой или закрытой подписке, без широкого освещения в средствах массовой информации, соответственно официальной статистики по ним нет, и оценки могут быть только приблизительные. Согласно некоторым аналитическим оценкам в 2006 году суммарный объем облигационных размещений по принципу биржевое/внебиржевое размещение подразделился соответственно 70% и 30%.

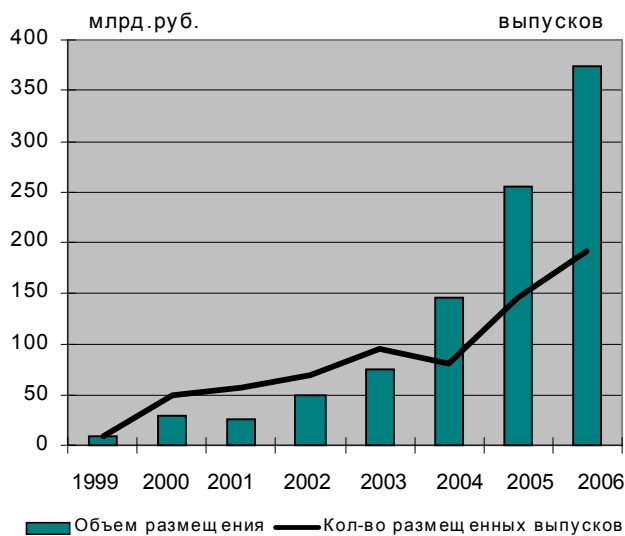


Рисунок 1. Объемы размещения корпоративных облигаций российскими эмитентами

На сегодняшний день на российском рынке ценных бумаг отражаются облигации компаний самых различных отраслей экономики, а объем рынка превышает 1000 млрд. рублей.

Более подробно рассмотрим существующие на сегодняшний день схемы выпуска, размещения и погашения облигационных займов. Эмитент получает необходимые денежные средства после выпуска облигаций и приобретения их инвесторами. После чего эмитент в установленные им сроки выплачивает владельцам облигаций причитающийся доход (купон). Когда настает дата погашения, эмитент осуществляет оплату выпущенных облигаций способом, установленным в эмиссионных документах (в решении о размещении, зарегистрированном решении о выпуске ценных бумаг и т. д.).

Данная схема выпуска и размещения облигаций – самая малозатратная и простая, так как не предполагает посреднических структур между эмитентом и инвестором. К сожалению, в чистом виде использование данной схемы на сегодняшний день доступно только для крупных компаний, а также компаний, имеющих высокий и общепризнанный инвестиционный рейтинг и кредитный статус. Большинство же компаний вынуждены выпускать облигации по более сложной схеме с привлечением профессиональных участников рынка ценных бумаг (рис. 2).

Согласно данной схеме эмитент для выпуска и размещения своих облигаций при-

влекает следующих лиц. Андеррайтеры – профессиональные участники рынка ценных бумаг, в основные функции которых входит организация выпуска и обеспечение размещения облигаций. Далее андеррайтеры осуществляют продажу облигаций выпуска, за что получают комиссионное вознаграждение от эмитента.

В роли организатора торговли выступает лицензированная ФСФР России биржа, на которой происходит как первичное размещение облигаций, так и вторичная торговля. Следует обратить внимание, что одно из преимуществ облигационного займа – отнесение процентных выплат по облигационному займу на себестоимость продукции (услуг) компании – действует только в отношении выпусков облигаций, обращающихся на бирже.

Для исполнения обязательств по выпущенным облигациям эмитент может также привлечь платежного агента – банковскую структуру, которая возложит на себя обязательства по переводу денежных средств, необходимых для выплаты купонного дохода и погашения облигаций, на указанные инвесторами банковские счета. Функция платежного агента техническая: эмитент в установленные даты переводит необходимый объем денежных средств на свой счет, открытый в банке – платежном агенте, а банк, в свою очередь, по поручению эмитента в установленный срок исполнения обязательств по облигациям выпуска переводит денежные средства на счета владельцев облигаций. В

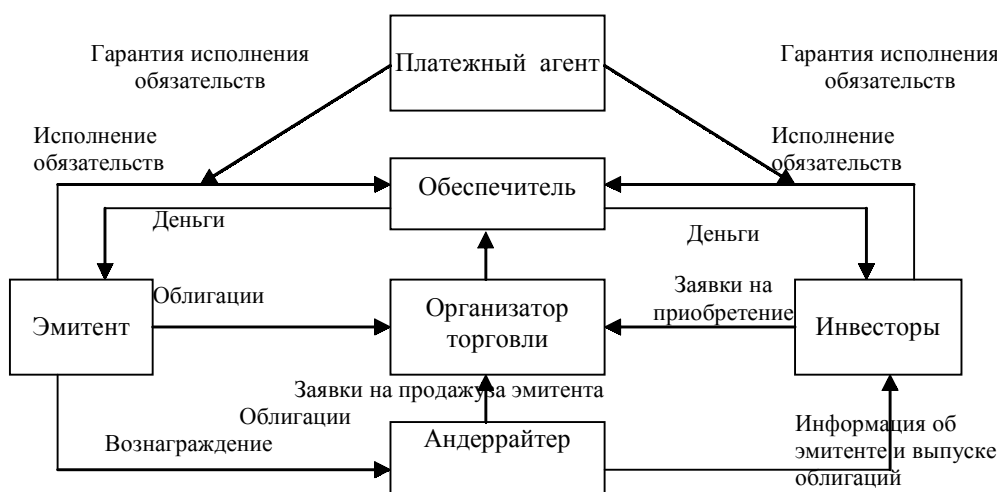


Рисунок 2. Схема выпуска и размещения облигаций

качестве платежного агента может выступать один из андеррайтеров (если это банк).

Одним из наиболее значимых участников процесса выпуска и размещения облигаций является обеспечитель по займу. Согласно действующему законодательству выпуск облигаций без обеспечения допускается не ранее третьего года существования общества и при условии утверждения к этому времени двух годовых балансов. Кроме того, привлечение обеспечения обязательно в случае, когда объем выпуска превышает размер уставного капитала общества. Обеспечителем, предоставляющим поручительство по выпуску облигаций, может быть любое лицо. Поручительство представляет собой соглашение, оформленное между эмитентом и лицом, предоставляющим обеспечение, в письменной форме. Единственное условие к поручителю – величина его чистых активов должна покрывать сумму обязательств по облигационному займу эмитента. В противном случае проспект ценных бумаг эмитента будет рассматриваться как «инвестиции с повышенным уровнем риска».

На сегодняшний день очень сильно распространена практика, когда многие компании, руководствуясь установленными внутренними планами стратегического развития либо ввиду иных причин (например, не считают для себя приемлемым платить вознаграждение третьему лицу за предоставленное обеспечение), осуществляют выпуск облигаций путем образования своего 100-процентного дочернего общества, которое с формальной точки зрения выступает эмитентом, а обеспечителем выпускаемых облигаций выступает материнская компания. Таким образом, формально соблюдается норма закона и в то же время инвестиции привлекаются и «прокручиваются» звеньями одной цепи.

На наш взгляд, при одновременном осуществлении кредитной организацией (банком) функций трех участников процесса выпуска, размещения и погашения облигаций: андеррайтера, обеспечителя и платежного агента возникает ряд следующих преимуществ:

- снижается количество лиц, участвующих в процессе, что ведет к значительному сокращению времени на его реализацию,

а также к более эффективному управлению непосредственно организационными мероприятиями;

- полный контроль со стороны банка за всем процессом: от выпуска облигаций до их полного погашения;

- получение банком дивидендов за все операции, исполненные им при возможном выполнении обязанностей сразу трех участников.

Далее рассмотрим преимущества для предприятия-должника (эмитента) при восстановлении его платежеспособности в выпуске облигационных займов перед другими основными способами привлечения заемных средств.

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

Вексель выглядит более эффективным и надежным способом решения финансовых проблем. Для выпуска векселей не требуется получения разрешений и регистрации эмиссии, объемы выпуска векселей предприятий не регулируются, свойства векселя как расчетного инструмента дают возможность проведения взаимозачетов и расчетов между поставщиками, потребителями, должниками и посредниками. Казалось бы, масса преимуществ, однако ощутить их в полной мере не удастся. Здесь возникают те же взаимные неплатежи, необеспеченные и просроченные, подделанные и украденные векселя. Обзор арбитражной практики в этом плане весьма насыщен.

Почему корпоративные облигации, а не корпоративные векселя?

Во-первых, срочность. В настоящее время большинство эмитентов выпускают среднесрочные облигации (3-5 лет), но с оговор-

кой об оферте, допускающей возможность погашения облигаций через 1-1,5 года. Вексель представляет для эмитента привлекательность лишь в краткосрочном периоде (долгосрочные векселя имеют, как правило, очень большой дисконт).

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

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

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

В-пятых, эмитент не может надеяться, что его векселя будут иметь прозрачный вторичный рынок (это актуально, например, для контроля концентрации долга в одних руках); вексельный рынок либо телефонный, либо уличный.

В отличие же от акций облигации не дают права на участие в деятельности общества, поэтому их выпуск более привлекателен для собственников по сравнению с доп. эмиссией акций (не изменяется структура собственников). Кроме того, выпуск акций

является более дорогостоящим и длительным процессом (расходы составляют 5-10% номинала общей суммы выпущенных бумаг).

Хотя выпуск облигаций и содержит целый ряд вышеперечисленных преимуществ для несостоятельных предприятий (эмитентов) в сравнении с банковским кредитом, векселями и акциями, но он не должен использоваться как единственный источник привлечения заемных средств. Даже в странах с развитым фондовым рынком посредством выпуска облигаций коммерческие организации покрывают возможно большую, но лишь часть потребности в заемных средствах.

Таким образом, на основании проведенного исследования, можно сделать следующие выводы.

При проведении предприятием-должником выпуска облигаций целесообразней привлекать кредитное учреждение (банк) для одновременного исполнения им функций ряда участников этого процесса, а именно андеррайтера, обеспечителя и платежного агента. И, как следствие, повышается эффективность организации и управления процессами выпуска, размещения и погашения облигационных займов, а также осуществляется полный контроль за их проведением со стороны банка.

Кроме того, при восстановлении платежеспособности несостоятельных предприятий самым эффективным способом привлечения внешних источников финансирования является выпуск облигационных займов. При этом в случае реализации инвестиционного восстановительного проекта и необходимости поиска большого объема денежных средств выпуск облигаций не должен рассматриваться как единственный источник заемных средств.

Список использованной литературы:

1. Антикризисное управление: Учебник/Е.П. Жарковская, Б.Е. Бродский. – 2-е изд., испр. и доп. –М.: Омега-Л, 2005. С. 180-187.
2. Антикризисное управление: Учебник/ – 2-е изд., доп. и перераб./ Под ред. проф. Э.М. Короткова. –М.: ИНФРА-М, 2007. С. 292-312.
3. Залесский П. Облигации как ресурс развития предприятия // Портфель бизнес-класса, № 5 (14), июль-август 2007. – Самара: АГНИ. С. 30-33.

Статья поступила в редакцию 28.10.07