

КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ КАК ИСТОЧНИК ФИНАНСИРОВАНИЯ КОМПАНИИ

На различных форумах, да и просто в общении с бизнесменами, нередко приходится слышать сетования на то, что кредитование в местных банках слишком затруднительно - высоки ставки, велики комиссионные, обременительны процедуры регистрации залогов и оформления кредитных договоров. Есть ли альтернатива кредитованию в коммерческих банках? На этот вопрос сейчас можно ответить утвердительно. Причем таких альтернатив несколько. Об одной из них мы и решили рассказать подробнее в связи с недавней официальной публикацией изменений и дополнений в Закон «О рынке ценных бумаг (РЦБ)» и Закон «О залоге». Они прямо касаются такого инструмента заимствования денежных средств как выпуск корпоративных облигаций.

Соответствующие «корректирующие» законы были утверждены парламентом еще в ноябре 2007 года и должны были вступить в силу с 1 января 2008 года, но из-за задержки с промульгацией были официально опубликованы лишь 22 февраля. Правительству и НКФР отведен срок до 22 мая, с тем, чтобы они привели свои нормативные акты в соответствие с нововведениями. Однако в той части, в какой они прямо касаются выпуска корпоративных облигаций, дополнения вступили в силу и, возможно, кто-то захочет воспользоваться открывшимися возможностями.

Разобраться с практическими вопросами, касающимися размещения облигаций хозяйствующих лиц в Молдове, мы попросили Роджера ГЛАДЕЙ, руководителя юридической фирмы «Gladei & Partners», члена Экспертного совета при НКФР.

Прежде всего, для того чтобы ответить на вопрос о целесообразности выпуска облигаций, конечно же, надо определиться с затратами, связанными с их эмиссией. «Осуществление эмиссии облигаций на внутреннем рынке потребует расходов на оплату регистрационного сбора (госпошлины в размере 0.1% от объема эмиссии, сравните с госпошлиной в 0.5% при выпуске акций). К этому надо приплюсовать расходы, связанные с регистрацией залога или приобретением гарантии или поручительства, а также расходы на оплату услуг андеррайтера – профессионального участника рынка ценных бумаг, которому эмитент готов поручить размещение облигаций на рынке», - говорит Роджер Гладей.

Эмитент вправе разместить эмиссию и самостоятельно, сэкономив на расходах по андеррайтингу. Однако наш собеседник (который в прошлом, во время работы в должности главного юриста «Викториабанка», имел возможность поучаствовать в процессе размещения корпоративных облигаций в Молдове) сомневается в целесообразности отказа от услуг андеррайтера. «Надо правильно воспринимать роль профессионального андеррайтера, в частности в свете последних изменений в Законе о РЦБ. Так, помимо традиционной функции содействия в размещении эмиссии, обозначенной в новом законе как «принцип приложения всех возможных усилий», появилась новая для нашего, но классическая для развитых рынков, функция. На основе введенного в закон «принципа твердой ответственности», андеррайтер выкупает всю эмиссию облигаций с последующей перепродажей их на вторичном рынке, либо берет на себя обязательство выкупить все облигации, которые остаются неразмещенными до даты закрытия эмиссии. Это создает существенно более выгодные для эмитента условия взаимодействия с андеррайтером», - считает Роджер Гладей.

Учитывая, что отдельные молдавские банки уже имеют опыт в этом направлении, а также то, что в скором времени заниматься андеррайтингом смогут все обладатели банковских лицензий (до сих пор право на это имели только банки, обладавшие лицензией типа «С»), предложение этой услуги на рынке должно расширяться. И потенциальным эмитентам будет из кого выбирать. Хотя молдавскому рынку предстоит еще пройти длинный путь развития, прежде чем его можно будет назвать вполне цивилизованным по меркам экономически развитых стран.

«Если компания планирует разместить облигации на мировых торговых площадках, тут уж придется играть по правилам того рынка, на котором бумаги будут размещаться. Большинство эмиссий еврооблигаций сначала выкупаются одним андеррайтером или синдикатом андеррайтеров, которые впоследствии продают их через синдикат инвестиционных банков. В размещении облигаций задействованы и другие участники.



Роджер ГЛАДЕЙ, руководитель юридической фирмы «Gladei & Partners»

Финансовый советник (financial advisor) эмитента предоставляет ему рекомендации по привлечению ресурсов и составлению эмиссионного портфеля. Ведущий менеджер (lead manager) это, как правило, инвестиционный банк который ответственен за составление проспекта эмиссии и координацию взаимодействия других участников. Юридический советник (counsel) составляет документацию сделки, оценивает юридические аспекты правоспособности эмитента, его прав на имущество, правильность оформления залога или другого обеспечения, регуляторные, налоговые и другие аспекты. Еще одна из сторон – рейтинговое агентство, задача которого состоит в оценке кредитоспособности эмитента, то есть риска неисполнения обязательств перед инвесторами.

В общем, по статистике расходы на услуги связанные с публичным размещением еврооблигаций составляют порядка 3-4% (в случае крупных эмиссий – 1.5-2.5%) от суммы эмиссии, включая комиссион ('spread') андеррайтера. Для сравнения, цена публичного размещения ('IPO') акций составляет от 6.5-7% и более».

Тем не менее, несмотря на достаточно высокую цену, на мировом финансовом рынке на долю акций и корпоративных облигаций, обращающихся на биржах, сегодня приходится, соответственно, доли в 25% и в 22% международного рынка капитала.

Другое существенное нововведение последних изменений в Законе о РЦБ касается разрешения выпуска облигаций, необеспеченных залогом. «Условия, предъявленные законом к эмитенту для выпуска необеспеченных облигаций, отнюдь не обременяющие, - считает Роджер Гладей – Это:

- (1) уставный капитал не менее 1 млн леев,
- (2) деятельность не менее трех лет (прибыльная в последние два года),
- (3) соблюдение положений законодательства о раскрытии информации,
- (4) четкое исполнение обязательств по ранее размещенным эмиссиям облигаций (если таковые имелись).

Тот факт, что облигация не обеспечена залогом, не означает, что инвестор не вправе налагать взыскание на активы эмитента, в случае просрочки или его банкротства. Надо только помнить о риске, связанном с очередностью исполнения прав кредиторов.

Необеспеченными могут быть также облигации, которые по условиям эмиссии могут быть конвертированы в акции. Однако надо учитывать, что таким образом можно создать условия для недружественного поглощения компании».

По мнению нашего собеседника, перспективными и потому наиболее вероятными потенциальными эмитентами облигаций в Молдове являются крупнейшие компании, зарекомендовавшие себя как лидеры рынка. Это могут быть как производители товаров и услуг (тот же «Молдтелеком»), так и предприятия торговли (примером для других могут послужить «Элат» или «ДААК-Гермес», которые уже испробовали этот инструмент на практике). «Крупные молдавские компании уже выросли из коротких штанишек банковского кредитования, и им надоел старый мотив о том, что у банка свои внутренние лимиты кредитования или как сложно найти партнеров для кредитного консорциума, - говорит Роджер Гладей.- В то же время взгляды банка и менеджмента компаний на важные проекты могут сильно различаться. Шансы на то, что по определению консервативный банк поддержит масштабный проект, который обеспечит «прорыв» компании на выбранном рыночном направлении, объективно малы. Современная практика показывает, что посредством выпуска облигаций компании также финансируют поглощение других игроков рынка (Leveraged Buy Out), тем самым увеличивая свою рыночную долю или выходя на новые рынки».

Выпуск облигаций (возможно с привязкой к иностранным валютам) может оказаться интересным и для экспортно-ориентированных предприятий. «Один из специфических аспектов молдавского банковского регулирования состоит в том, что банкам запрещено кредитовать в инвалюте экспортно-ориентированные предприятия. И это несмотря на то, что такие предприятия менее подвержены риску снижения курса лея, так как выручка у них в инвалюте. Такие компании имеют важное изначальное превосходство для выхода на международный рынок капиталов, так как они имеют шанс получить кредитный рейтинг выше, чем у страны в целом. Опубликованное в апреле прошлого года исследование МВФ свидетельствует о том что, в странах с высоким кредитным риском местные экспортные компании могут получить кредитный рейтинг выше, чем суверенный рейтинг страны, что называется «пробить суверенный потолок». А это значит, получить возможность занять ресурсы по более низкой цене», - утверждает Роджер Гладей.

«Выпуск облигаций представляется интересным и со стороны строительных компании, выступающих в роли застройщиков (девелоперов). По определению девелопер строит для продажи, то есть деньги ему требуются на срок возведения объекта - до его продажи конечному покупателю. Так как девелопер не остается собственником недвижимости, то обычно он сталкивается с проблемой отсутствия обеспечения для каждого следующего банковского кредита. Еще одна проблема для него - это стоимость ресурсов, она усугубляется вследствие сокращающейся прибыльности на рынке строительства коммерческой и жилой недвижимости. В принципе, привлечение денежных средств для строительства посредством выпуска облигаций позволяет застройщику не зависеть от банковских кредиторов и не распродавать незавершенные квартиры или офисы на раннем этапе строительства по более низкой цене» - аргументирует свою точку зрения наш собеседник.

«Однако выпуск облигаций это элемент финансового инжиниринга, который предполагает понимание механизмов рынка и правильный прогноз тенденций его развития. Примечателен в этом плане опыт, которым поделилась крупная румынская строительная компания IMPACT S.A. на недавно прошедшей в Кишиневе международной конференции «Консолидация рынка облигаций в Молдове: первоочередные меры развития» (организованной USAID совместно с НКФР). Так, первая публичная эмиссия облигаций в 2003 году, в леях с привязкой к доллару США и процентной ставкой LIBOR+4%, позволила компании хорошо сэкономить за счет последующего снижения ставки LIBOR и курса доллара по отношению к румынскому лею. Однако, вторая, уже закрытая, эмиссия облигаций на 8,5 млн евро с процентной ставкой EURIBOR+6.5%, размещенная в 2005 году, обошлась компании по ее оценкам дороже банковского кредита. Из-за выросшей ставки EURIBOR, «благодаря» которой эффективная ставка заимствования выросла между февралем 2006 и февралем 2008 с 8.66% до 10.91% годовых. Тем не менее, компания получила солидный доход и от второй эмиссии, так как направила привлеченные средства по большей части на выдачу ипотечных займов своим клиентам».

Выпуск облигаций от собственного имени может быть в ряде случаев интересен и для финансовых учреждений, в том числе даже и для коммерческих банков. К обсуждению этой возможности, а также к оценке перспектив для размещения ценных бумаг (облигаций) резидентов Молдовы на внешних рынках мы намерены вернуться в будущем.

А. Такий