

ОБЛИГАЦИОННИЯТ ЗАЕМ – НЕИЗПОЛЗВАНАТА АЛТЕРНАТИВА ЗА ФИНАНСИРАНЕ НА СТРОИТЕЛНИТЕ КОМПАНИИ

Огнян Ганев

BOND LOAN – THE UNUSED ALTERNATIVE FOR FINANCING OF CONSTRUCTION COMPANIES

Ognyan Ganey

Abstract: This article discusses the substance and application of the bond loan for financing of the activities of construction entities which are commercial companies. It focuses on the essence of bond loan in its legal aspects, its structure and existence, including the relations which exist between the company and the bondholders. Emphasis is placed on the peculiarities (types, special characteristics, advantages) of the bond loan as a possible manner of financing of the business of a construction company.

Key words: construction company; bond loan; bondholder; general assembly

Същност. Особенности.

При извършване на стопанската си дейност всяка строителна компания като действащо търговско дружество има своите потребности от финансирането на своя бизнес. (Стефанов, 2018). Тъй като повечето строителни компании не могат да осигурят цялостното финансиране на стопанската си дейност със собствени финансови средства, те прибегват до финансиране с привлечени средства (банкови кредити, предварителни продажби на бъдещи обекти, облигационни заеми и т.н.). За целите на настоящата статия ще се акцентира върху същността на облигационния заем в неговият правен аспект, неговото структуриране и съществуване, включително и на взаимовръзките, които се осъществяват между строителните дружества и техните облигационери. Разглежда се спецификата на облигационния заем като възможност (начин) за финансиране (видове, специфични характеристики, предимства).

Съгласно разпоредбите на националното законодателство, облигационен заем (облигации) може да се издават единствено и само от акционерни дружества. Облигационният заем е начин за външно финансиране на търговско дружество и от тази гледна точка той се разглежда като договор за паричен заем (дълг). Това по същество е особен договор, сключен между дружеството от една страна като заемател в качеството му на издател на облигациите и всички лица, които притежават облигациите като заемодатели от друга. Тези лица са в ролята си на кредитори на самото дружество и се наричат облигационери, като те не участват пряко в стопанската дейност

на компанията и техните интереси се удовлетворяват преди тези на акционерите.

Освен, че облигацията удостоверява факта на сключването на договор за паричен заем, от правна гледна точка тя се разглежда и в още един аспект като ценна книга (финансов инструмент) – налична или безналична. Като такава облигацията материализира вземане от страна на облигационерите – вземане за главница и вземане за лихви (купони), ако има такива в зависимост от условията на самата облигационна емисия. Облигацията е дългова ценна книга или дългов финансов инструмент и изразява прехвърлими вземания за предварително определен или определяем доход срещу емитента на ценните книжа (финансовите инструменти), възникнали вследствие на предоставени му в заем парични средства или други имуществени права. (ЗППЦК, 2024).

Обикновено реквизитите (параметрите) на всеки облигационен заем (облигация) съгласно разпоредбите на Търговския закон (по аналогия, отнасящи се за реквизитите на акциите на акционерното дружество) и други нормативни актове включват и следва да съдържат:

- означението „облигация“;
- вида на „облигацията“;
- номера на емисията (вкл. ISIN код за безналична такива) и поредния номер на облигацията;
- фирмата и седалището на емитента;
- номинална стойност на облигацията и размер на лихвата или премията;
- размера, срока и условията на облигационния заем;

- дата на издаване и дата на падеж;
- дати на лихвени плащания;
- други специфични параметри.

Важна особеност е, че облигационният заем се сключва при условия, приети от Общото събрание на акционерите, както и че облигационерите имат права на кредитори по заема, които защитават, като се сдружават. Интересите на облигационерите се защитават от представители на облигационерите или от довереник, избрани на Общо събрание на облигационерите.

Като всяка ценна книга (финансов инструмент) облигацията притежава или има еквивалент на парична стойност. (Brigham and Houston, 1998). В теорията и в практиката за облигациите като ценни книжа (финансови инструменти) са характерни три вида парични стойности:

- **Номинална стойност.** Номиналната стойност на една облигация е стойността отбелязана върху самата облигация. Всички емитирани облигации от една емисия и от един тип дават размера на самият облигационен заем. Номиналната стойност на облигациите от даден облигационен заем е винаги постоянна величина и не подлежи на промяна при никакви обстоятелства. Номиналната стойност се определя в цяла парична единица (напр. левове), например 1, 10, 100, 1000 лв. (Reilly and Brown, 2003);

- **Емисионна стойност.** Емисионната стойност на една облигация е стойността, по която облигацията се поема (продава) при първичното ѝ предлагане. Тя може да бъде по-висока, по-ниска или равна на номиналната ѝ стойност. Облигационните емисии, които директно се предлагат на първичния капиталов пазар (в РБългария обикновено държавни ценни книжа и изключително рядко корпоративни такива) имат емисионна стойност различна от номиналната. В РБългария обикновено емисионната стойност на корпоративните емисии облигации е равна на номиналната им стойност, поради естеството на процеса на емитирането на облигационния заем (Reilly and Brown, 2003);

- **Пазарна стойност.** Пазарната стойност на една облигация е стойността, която се формира от търговията на облигацията на вторичния капиталов пазар. Тя може да бъде по-висока, по-ниска или равна на номиналната ѝ стойност. Пазарната стойност зависи от различни фактори – както от условията на облигационния заем (срок до падежа, лихвени плащания, вид на облигацията), така и от фактори свързани с икономичес-

кото състояние на самото дружество. Котировките на облигацията, отразяващи нейната пазарна стойност винаги се изразяват в проценти от нейната номинална стойност.

Номиналната, емисионната и пазарната стойност на облигациите се отразяват върху балансовата счетоводна стойност на облигационния заем, водена във финансово счетоводните отчети на строителната компания в различните моменти от неговото съществуване.

Видове облигации

Облигациите като ценни книжа могат да бъдат квалифицирани според различни критерии в няколко групи (Петров и Атанасов, 2009):

- **Налични и безналични.** Наличните облигации са тези облигации, които са материализирани върху хартиен носител. Промените в собствеността при наличните облигации се отразява в книгата на облигационерите водена от самото търговско дружество. Безналичните облигации са финансови инструменти, регистрирани в депозитарна институция („Централен депозитар“ АД). Обикновено безналичните облигации са качени за търговия на капиталови пазари (места за търговия). Промяната в собствеността при безналичните облигации се отразява в книгата на облигационерите водена от депозитарната институция, където те са регистрирани. За разлика от наличните облигации, при които емитента във всеки един момент знае кои са собствениците на облигациите от облигационната емисия, при безналичните такива това не е задължително условие, поради факта, че книгата на облигационерите се води от трето лице – депозитарна институция. В случай на необходимост (напр. корпоративни събития като лихвени плащания, общо събрание) емитента изисква и получава от депозитарната институция необходимата му информация за притежателите на облигации;

- **Обикновени и привилегирани.** Обикновени са облигациите, които материализират вземането на главницата и лихвата (ако има такава). Привилегированите акции материализират допълнителни права спрямо обикновените облигации, някакъв допълнителен привилегирован режим, например особен режим на изплащане на вземането. Притежателите на привилегировани облигации имат по-благоприятен режим или определени предимства пред притежателите на обикновени облигации, в случай че такива емисии съществуват по едно и също време;

- Краткосрочни, средносрочни, дългосрочни. Краткосрочните облигации са облигации, които се емитират за период от 1-3 години, средносрочните облигации за период от 3-5 години, а дългосрочните такива имат период до падежа над 5 години. Особен вид облигации са вечните (безсрочни) облигации, които нямат падеж, не подлежат на връщане и носят доход за неограничен период от време.

- Обезпечени и необезпечени. Обезпечени облигации са емисии облигации, които са обезпечени с реални обезпечения – ипотека върху недвижими имоти, залог върху движими вещи, залог върху вземания и други. Необезпечените емисии облигации нямат реални обезпечения, т.е. вземанията на облигационерите не са обезпечени. Специфичен вид обезпечени облигации са ипотечните облигации, издавани само от банки, като обезпечението по тези облигационни емисии са вземанията на банката емитент върху обезпечени кредити (портфейли от кредити) или материални активи, служещи за обезпечение;

- Лихвоносни и нелихвоносни. При лихвоносната облигация, дохода за облигационера се формира (получава) под формата на лихвени парични потоци в предварително определените й времеви периоди. Нелихвоносните облигации носят доход под друга форма, който доход не е лихвен доход. Това зависи от правата, които материализират. Най-често срещаната форма на нелихвоносни облигации са скontoвите облигации, чийто доход облигационерите получават първоначално при покупката им като отбив от тяхната цена;

- Поименни и на приносител. Поименни са облигациите за които са известни техните титуляри (собственици). Собствениците се отразяват в книгата на облигационерите. Облигациите на приносител са облигации, за които не се поддържат записи за собствеността им, а който има депото върху инструмента, е собственик на инструмента;

- Корпоративни и държавни ценни книжа. Корпоративни са облигациите, които се емитират от търговски акционерни дружества. Държавните ценни книжа са емисии облигации, емитирани от държавата в лицето на Министерство на финансите. Те са гарантирани от държавата. Обикновено те са безналични, лихвоносни, поименни, необезпечени, свободно прехвърляеми и търгуеми на съответните места за търговия. До 2004 г. у нас държавата емитираше и

емисии съкровищни бонове (налични нетъргуеми ДЦК), чийто притежатели бяха само физически лица. Освен търговските акционерни дружества и държавата, облигационни емисии могат да бъдат издавани и от общините (общински облигации);

- Свободно прехвърляеми и винкулирани. Свободно прехвърляеми облигации са облигации без наличие на никакви ограничения по отношение на тяхното прехвърляне между притежателите им. Това са най-често емитираните облигации. При винкулираните облигации (по подобие на винкулираните акции) съществува определено условие по отношение на прехвърлянето на собствеността им, т.е. даден облигационер да не може да ги прехвърли (продаде) на трето лице без преди това да ги е предложил на конкретно лице;

Конвертируеми и неконвертируеми. Конвертируема е облигация, която може да се превърне в акция или акции, с което се дава право на облигационер да замени притежаваните от него облигации в акции и от кредитор той да се превърне в акционер на дружеството. Конвертируемите облигации имат същите характеристики като неконвертируемите такива, с изключение на предимството, че дават правото при настъпване на определени условия да се конвертират в акции.

Нормативна уредба в Република България

Материята, свързана със същността, създаването и третирането на емисиите корпоративни облигации в действащото ни законодателство може да се разглежда като обща и специална правна уредба. Общата уредба се съдържа с Търговския закон (ТЗ) и по специално в разпоредбите на Глава четиринадесет, Раздел VII и VIII, чл.204 – 218. Търговският закон определя реда и изискванията за издаване на облигационната емисия, конституирането и представителството на притежателите на облигациите, както и ред за превръщане на облигации в акции.

Специалните правни норми се съдържат в няколко нормативни акта – Законът за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) ; Закона за покритите облигации (заменил Закона за ипотечните облигации) и засягащ единствени кредитните институции като емитенти; Закона за задълженията и договорите; Закона за особените залози и други.

Законът за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) заема най-значимо място сред

нормативните актове, уреждащи специалните правни норми. ЗППЦК засяга както специфичните въпроси, свързани с емитирането на безналичните облигации, така и тези свързани с тяхното допускане до търговия (предлагане) на финансовите пазари (местата за търговия), защитата на правата на облигационерите и тяхното представителство, изискванията за предоставяне на информация към облигационерите, санкциите за неспазване на условията и други.

Ред за издаване на облигации

В страната облигационни емисии се издават (емитират) по реда на Търговския закон и по реда на Закона за публичното предлагане на ценни книжа. По реда на Търговския закон се емитират непублични налични или безналични облигационни емисии, а по реда на Закона за публичното предлагане на ценни книжа публични безналични облигационни емисии.

Редът за издаване на облигации по Търговския закон е нормативно регламентиран и се осъществява по следния начин: Общото събрание на акционерите взема решение за емитиране на облигации. Законът допуска това правомощие да бъде делегирано на управителния орган – Управителния съвет или Съвета на директорите на дружеството след съответното решение на Общото събрание на акционерите. В решението за емитиране на облигации се определят обстоятелства на облигационната емисия като вид и брой на издаваните облигации; тяхната номинална и емисионна стойност; мястото, условията, реда и началната и крайна дата за записване на облигациите; срок на облигационният заем; начин на образуване на дохода или лихвата, която ще се плаща на облигационерите, съответно редът и сроковете за нейното изплащане; обезпечеността на заема, ако има такава; начин и ограничения за прехвърлянето им; минимален и максимален размер на набраните парични вноски, при които заемът ще се счита за сключен и т.н. Въз основа на решението за емитиране на облигации дружеството изготвя проспект/предложение за записване на облигации. Всяко лице, което желае може да запише облигации. Приемането на предложението се изразява в записване и заплащане на определен брой облигации. Заемът се счита за сключен и облигациите се издават само след пълното заплащане на емисионната им стойност. Набирането на суми, както и предаването на облигации се извършва чрез банка или инвестици-

онен посредник. Съгласно разпоредбите на Търговския закон управителният орган на дружеството в едномесечен срок след крайната дата за записване на облигации е необходимо да направи обявление в Търговския регистър за сключения облигационен заем. В случай, че посоченият срок изтече, без да се изпълнят предвидените за сключването на заема условия, набраните суми се връщат на записалите облигации заедно с начислената лихва от банката, в която са внесени. (Търговски закон, 2024).

Облигационният заем може да се сключи чрез подписка или други форми на публично предлагане по ред и при условия, установени със ЗППЦК. Търговският закон урежда реда и начина на емитиране на непубличната частна емисия облигации. У нас публично предлагане на облигационни емисии по реда на ЗППЦК не се практикува. В България практиката е такава, че в процеса на емитиране на публични емисии безналични облигации първоначално същите се издават при условията на първично частно плащане по Търговския закон, като същите емисии облигации в последствие се предлагат за вторична търговия, като се изпълняват и разпоредбите на глава „шест“, раздел II “а” и раздел V от Закона за публичното предлагане на ценни книжа за допускане на ценни книжа до търговия на място за търговия (регулиран пазар или многостранна система за търговия).

Взаимоотношения между дружеството емитент и облигационерите

Важна особеност за добросъвестните взаимоотношения между емитента и облигационерите е комуникацията помежду им, осъществявана посредством заседанията на Общото събрание на облигационерите, чрез легитимните им представители по ТЗ и по ЗППЦК (довереника на облигационерите). Представителите на облигационерите имат съответните права (да получават възнаграждение от дружеството емитент) и задължения да извършват действия за защита на интересите на облигационерите съобразно решенията на общото събрание на облигационерите като действат в най-добър техен интерес. (ЗППЦК, 2024).

Общото събрание на облигационерите е органа, чрез който облигационерите от всяка една емисия облигации образуват защитата на собствените си интересите пред дружеството емитент. Емитентът е длъжен чрез общото събрание на ак-

ционерите си да разглежда решенията на общото събрание на облигационерите. (ЗППЦК, 2024). Нормативната уредба предвижда условия за кворум и мнозинство съответно при провеждане на общите събрания на облигационерите и при вземането на решения при провеждането им. Общото събрание на облигационерите може да взема решения, ако на него е представена поне половината от размера на облигационната емисия, като в условията на емисията може да бъде предвиден и по-голям кворум, като при определяне на кворума не се вземат предвид обратно изкупените облигации от дружеството емитент, ако има такива. (Търговски закон, 2024). Решението на общото събрание на облигационерите се приема с мнозинство от представените облигации, освен ако в условията на емисията не е предвидено друго по-голямо мнозинство като при определяне на мнозинството за вземане на решения от общото събрание на облигационерите не се вземат предвид обратно изкупените облигации от дружеството емитент. (ЗППЦК, 2024).

Специални условия за кворум и мнозинство при провеждане на общите събрания на облигационерите и при вземането на съответните решения при провеждането им в определени специални случаи са регламентирани в ЗППЦК. За публични емисии облигации допуснати до търговия на места за търговия в случаи на промени в условията, при които са издадени облигациите, включително конкретните параметри на емисията самите промени може да се извършват не по-късно от два месеца преди падежа на облигационната емисия, като промените в параметрите на емисията се приемат от общото събрание на облигационерите, на което са представени не по-малко от две трети от издадените облигации, с решение, взето с мнозинство не по-малко от три четвърти от представените облигации, освен ако в проспекта, съответно в предложението за записване на облигациите не са предвидени и по-голям кворум и мнозинство при вземане на решения за промяна в условията и параметрите на облигационната емисия. (ЗППЦК, 2024).

С цел максимална защита на интересите и правата на облигационерите ЗППЦК определя ролята на довереника на облигационерите. Емитентът има задължение да е сключил договор с довереник на облигационерите. Довереникът се определя по избор на емитента. Общото събрание на облигационерите одобрява една от предложените от емитента най-малко две кандида-

тури за довереник, придружени от проекти на договори и съгласие на кандидатите за довереник на първото общо събрание на облигационерите, освен ако довереникът не е посочен в предложението за записване на облигациите. Изискването за сключване на договор с довереник на облигационерите се прилага както за обезпечени облигации така и за необезпечени облигации, ако това е предвидено в решението за емитиране на облигационния заем. (ЗППЦК, 2024). Довереник на облигационерите може да бъде само банка или инвестиционен посредник отговарящи на законовите изисквания. Довереникът на облигационерите е длъжен да действа в най-добър интерес на облигационерите; редовно да анализира финансовото състояние на емитента; редовно да проверява наличността и състоянието на обезпечението; да отговаря писмено на въпроси на облигационерите във връзка с емисията облигации; да следи за навременното извършване на дължимите плащания по облигационната емисия в установения размер; да предявява искове против емитента на облигациите и да представлява облигационерите като защитава техните права в исковите производства, ако такива са необходими; да получава, обработва, анализира регулярната финансово-счетоводна и икономическа отчетна информация на емитента и да я оповестява на местата за търговия и на надзорния орган в лицето на Комисията за финансов надзор, както и да изпълнява други нормативни задължения. (ЗППЦК, 2024).

Емитентът дължи плащане по облигационния заем независимо от това дали е формирал печалба. Вземанията на облигационерите могат да бъдат обезпечени със залог, ипотека или застраховка, като за обезпечен кредитор се посочва довереникът на облигационерите. В полза на облигационерите могат да бъдат учредявани само първи по ред залози и ипотеки, освен когато чрез емисията облигации се рефинансират задължения на емитента, които вече са обезпечени със залог или ипотека, които ще служат за обезпечение по новата емисия облигации. (ЗППЦК, 2024).

Заклучение

Използването на облигационния заем като форма за външно финансиране на дейността на строителните компании би им позволило успешно, адекватно и рационално да управляват дейностите по финансиране на своите инвестиционни

строителни проекти възползвайки се от възможностите, които се откриват чрез връзката и прякото договаряне с други субекти с инвестиционен или спекулативен интерес. Това поставя повече възможности за гъвкави условия за външно финансиране чрез достъпа до свободен паричен ресурс в сравнение с традиционното банково кредитиране (Йовкова, 2014), при което кредитната институция поставя своите условия едностранно.

Литература

Закон за публичното предлагане на ценни книжа (обн. ДВ., бр.114/1999)

(Zakon za publichното predlagane na tsenni knizha)

Йовкова, Й. (2014) *Инвестиции в недвижими имоти и аспекти на финансирането им*, София: Издателски комплекс – УНСС

(Yovkova, Y. (2014) *Investitsii v nedvizhi imoti i aspekti na finansiraneto*, Sofia: Izdatelski kompleks UNSS)

Петров, Л., Атанасов. А. (2009) *Сделки с ценни книжа и финансови инструменти*, Свищов: Академично издателство „Ценов“

(Petrov, L., Atanasov. A. (2009) *Sdelki s tsenni knizha I finansovi instrumenti*, Svishtov: Akademichno izdatestvo “Tsenov”)

Стефанов, Д. (2018) *Финансиране и инвестиции в недвижими имоти*, София: Издателски комплекс – УНСС

(Stefanov, D. (2018) *Finansirane i investitsii v nedvizhimi imoti*, Sofia: Izdatelski kompleks UNSS)

Търговски закон. об. ДВ., бр. 48/1991

(Targovski zakon, ob. DV, br. 48/1991)

Brigham, E.F. and Houston J.F. (1998) *Fundamentals of Financial Management*, Ohio: Thomson South-Western

Reilly, F. K. and Brown K. C. (2003) *Investment Analysis. Portfolio Management*, Ohio: Thomson South-Western,

Ognyan Ganev, PhD student

University of National and World Economy (UNWE),

Real Estate Department

Sofia 1700, 19 “8-mi dekmvri” str.

E-mail: oganev@unwe.bg