

LATVIJAS UNIVERSITĀTE
BIZNESA, VADĪBAS UN EKONOMIKAS FAKULTĀTE
GLOBĀLĀS EKONOMIKAS STARPDISCIPLINĀRO
STUDIJU NODAĻA
PROFESIONĀLĀ MAĢISTRA STUDIJU PROGRAMMA
„STARPTAUTISKAIS BIZNESS”

**OBLIGĀCIJU EMISIJA UN ILGTERMIŅA AIZŅĒMUMI
KĀ KAPITĀLA PIESAISTES FORMAS**

**BOND EMISSION AND LONG-TERM LOANS AS MEANS
OF CAPITAL ATTRACTION**

MAĢISTRA DARBS

Autors: *Katerina Frule-Zaharova*

Studenta apliecības Nr.: kf16021

Darba vadītājs: docents Dr. ekon. Ilze Medne

RĪGA 2018

SATURS

Pateicības	1
Anotācija	2
Executive Summary	3
Ievads	4
1. Korporatīvo obligāciju raksturojums un bankas kreditēšanas princips	9
1.1. Finansējuma nepieciešamība un tā nozīme ekonomikā	9
1.2. Pašu kapitāls un aizņemtais kapitāls kā dažādi finansējuma veidi	11
1.3. Parādu vērtspapīru raksturojums	14
1.4. Bankas aizņēmums jeb kredīts	26
2. Latvijas un Eiropas parādu vērtspapīru tirgus analīze	38
2.1. Korporatīvo obligāciju tirgus evolūcija Eiropā	38
2.2. Korporatīvo obligāciju tirgus attīstība Latvijā	44
3. Obligāciju emisijas un ilgtermiņa aizņēmuma salīdzinoša analīze	51
3.1. ABLV Banka kā iespējamais kreditors vai obligāciju emisijas organizētājs	51
3.2. Baltic RE Group kā potenciālais aizdevuma ņēmējs vai obligāciju emitents	57
3.3. New Hanza Capital kā potenciālais aizdevuma ņēmējs vai obligāciju emitents	62
3.4. Intervija ar ABLV Bank Investīcijas nodaļas vadītājiem	67
Secinājumi un priekšlikumi	72
Izmantotās literatūras un avotu saraksts	77

PATEICĪBAS

Autore vēlētos pateikties visiem tiem, kuri atbalstīja autori maģistra darba izstrādes gaitā un sniedza rekomendācijas un ieteikumus.

Pirmkārt, autore vēlētos izteikt savu lielo pateicību Ilze Mednei par sniegto autorei nenovērtējamo palīdzību un vadību, par motivāciju un laiku, kā arī zināšanām, kas tika iegūtas maģistra darba izstrādes laikā.

Otrkārt, autore vēlas pateikties Baibai Šavriņai par noderīgajiem mācību materiāliem un literatūru metodoloģijas un pētījuma izstrādes jomā, kas palīdzēja maģistra darba strukturēšanā un attīstīšanā.

Pēdīgi, autore vēlētos pateikties savai ģimenei un draugiem, kas sniedza savu atbalstu maģistra darba izstrādes laikā.

ANOTĀCIJA

Darbā «Obligāciju emisija un ilgtermiņa aizņēmumi kā kapitāla piesaistes formas» tiek izpētītas uzņēmuma ārējās finansēšanas, kas tiek veikta ar mērķi palielināt uzņēmuma kapitālu, dažādās metodes. Aplūkojot mūsdienu ekonomiskās problēmas, var nonākt pie secinājuma, ka daudzi uzņēmumi piedzīvo ievērojamus finansiālos sarežģījumus. Šī iemesla pēc tādu ārējās finansēšanas avotu kā obligāciju emisija vai bankas kredīta noformēšanas izpēte – tā ir interesanta tēma, kura var būt lietderīga gan vidējiem, gan arī lieliem uzņēmumiem.

Turklāt analīzes veikšanas procesā varēs izdarīt secinājumu par to, kāds lēmums uzņēmumam ir izdevīgāks – veikt obligāciju emisiju vai vērsties bankā ar nolūku saņemt kredītu.

Darbs ir uzrakstīts latviešu valodā un sastāv no 83 lappusēm, 17 tabulām, 19 pielikumiem un 67 izmantotajiem literatūras avotiem.

Atslēgvārdi: *obligāciju emisija, bankas kredīts, korporatīvas obligācijas, aizņemtais kapitāls.*

EXECUTIVE SUMMARY

The master thesis "Bonds emission and long-term loans as means of capital attraction" explores the different methods of the company's external financing. Looking at the current economic situation, many companies are experiencing considerable financial difficulties. For this reason, exploring sources of external financing, such as emission of bonds or long-term loan, is an interesting topic that can be useful for both medium and large companies.

In addition, after the analysis process a conclusion will be draw on which decision is more profitable for the company - to perform an emission of bonds or to obtain a long-term banking.

The work is written in Latvian and consists of 83 pages, 17 tables, 19 pictures and 67 sources of literature.

Keywords: *bond issue, bank loan, corporate bonds, borrowed capital.*

IEVADS

Patlaban mūsdienu ekonomiskā vide biznesa veikšanai ir sarežģītāka un mainās dinamiskāk, domājot ar to dažādo iespēju un tajā pašā laikā – dažādo grūtību lielo daudzumu, ar kurām var sastapies uzņēmēji.¹ Šai jaunajai ekonomiskajai ērai ir gan priekšrocības (globalizācija, lielāks ražošanas ātrums, ātras piegādes), gan arī trūkumi (bieža personāla maiņa, darba spēka dažādība, uzņēmumu menedžmenta finanšu izglītības trūkums utt.). Turklāt, ka ekonomiskās izmaiņas, kas notiek vienā pasaules daļā, var saasināt turbulenci visā globālajā ekonomiskajā vidē, kas uzņēmumiem var izraisīt finansiālas grūtības un problēmas. Katrs uzņēmums tiecas attīstīties un aizņemt līdera pozīcijas savā nozarē.² Lai palielinātu izaugsmes tempus, nepieciešami ieguldījumi uzņēmuma kapitālā. Visizplatītākais un salīdzinoši vienkāršais līdzekļu piesaistīšanas veids – tā ir vēršanās bankā ar nolūku iegūt kredītu uzņēmuma darbības finansēšanai un attīstīšanai. Tomēr bankas kredītam ir savas nianšes, un tas ir pieejams ne visām organizācijām. Turklāt šajā gadījumā uzņēmums nonāk ilgstošā atkarībā no pastāvīgām kredīta un tā procentu izmaksām. Tā rezultātā uzņēmumi tiecas saņemt diezgan lielu naudas summu uz ilgstošu termiņu ar nelieliem aizdevuma procentiem.

Dotajā gadījumā par risinājumu var kļūt obligāciju emisija. Obligāciju tirgus ir nozīmīgs finansēšanas avots uzņēmumiem. Pateicoties zemās procentu likmes nosacījumiem, korporatīvo obligāciju izlaišanas apjomi pēdējo gadu laikā nepārtraukti pieaug. Turklāt korporatīvo obligāciju emisija kā ievērojamu finansēšanas summu iegūšana ilgtermiņā kļūst aizvien izplatītāka un dod iespēju, vēršoties pie visa tirgus, pārvarēt tos ierobežojumus, kas saistīti ar individuālām kredītu vienošanām un atsevišķi ņemtu komercbanku maksimālajām iespējām³. Turklāt korporatīvās obligācijas vēsturiski bija vēlamas to drošības dēļ un salīdzinoši zemo nodokļu dēļ. Daudzi autori (Макаревич 2011, Миркин un citi., 2004), uzskata, ka, neraugoties ne uz ko, pat mūsdienās uzņēmumi attiecas pret šo aizņemšanās veidu ar piesardzību, un dod priekšroku bankas kredītam. Tieši tāpēc ir nepieciešams izpētīt un

¹Halpin S.M. "Historical Influences on the Changing Nature of Leadership Within the Military Environment", *Military Psychology*, e-resurs-EBSCOhost, Taylor & Francis Ltd, N.23, 2011, p.481-482

²Antonoaie V. "External Market penetration for Companies in the Wood Industry", *Pro Ligno*, N.9, 2013, p.803

³"Investment Preferences: Bonds and Real Estate Increase in Popularity", *Spectrem Affluent Index Series*, e-resurs-EBSCOhost, Business Source Complete, N.9, 2016, p.2

salīdzināt šos divus uzņēmumu ārējās finansēšanas variantus un noskaidrot, kāds no tiem ir visizdevīgākais.

Maģistra darba mērķis un uzdevumi

Kopējais pētījuma mērķis ir, pamatojoties uz literatūras avotiem, aprēķinājumiem un fokuss grupas rezultātiem, izprast, kāds lēmums uzņēmumam ir izdevīgāks – veikt obligāciju emisiju vai noformēt bankas kredītu un izvirzīt priekšlikumus kompānijām kas ir ieinteresēti saņemt papildus finansējumu savam biznesam.

Pētījuma mērķa sasniegšanai tika izvirzīti sekojoši uzdevumi:

- veikt literatūras kritisku apskatu, lai detalizēti izprastu ārējās finansēšanas avotu variantus, kā arī to trūkumus un priekšrocības;
- veikt uzņēmuma sagatavošanas obligāciju emisijai procesa izpēti;
- veikt Latvijas un Eiropas korporatīvo obligāciju tirgus analīzi;
- veikt iegūto datu analīzi un interpretāciju, veicot aprēķinus un īstenojot intervijas ar ekspertiem, lai noteiktu, kāds lēmums uzņēmumam ir izdevīgāks – veikt obligāciju emisiju vai vērsties bankā kredīta saņemšanai;
- izdarīt secinājumus par obligāciju emisijas un bankas kredītu trūkumiem un priekšrocībām;
- izstrādāt priekšlikumus uzņēmumiem, kuri vēlas veikt obligāciju emisiju.

Izpētes jautājumi

Dotajā sadaļā tika izstrādāti trīs izpētes jautājumi problēmas, kas aprakstīta pētījumā, risināšanai, vienlaicīgi ņemot vērā kopējo pētījuma mērķi, kā arī pamata aspektus, kas izklāstīti literatūras apskatā un teorētiskajā satvarā.

“Teorētiskais pamatojums – tas ir pamatojums, uz kura bāzējas viss pētnieciskais projekts”⁴. Turklāt autori piebilst, ka savstarpējā saikne starp literatūras izpēti un teorētisko pamatojumu ir tajā apstākļi, ka literatūras analīze dod nozīmīgu ieguldījumu teorētisko pamatu attīstībā. Tāpēc pēc dažādu avotu aplūkošanas un literatūras apskata uzrakstīšanas, dotajā nodaļā ir atspoguļots skaidrs teorētiskais pamatojums dotajai konkrētajai tēzei.

⁴Sekaran U. un Bougie R. “Research methods for business: A skill-building approach.”, United Kingdom, Wiley, John&Sons, N.5,2009, p.85

Teorētiskais pamatojums sniedz priekšnoteikumus tālākai izpētei, atklāj konkrētā pētījuma pamatojumu, kā arī pierāda izpētes jautājumu nepieciešamību. Turklāt tas attēlo dažādus mainīgo veidus un paskaidro, kā pētījuma jautājumi ir saistīti viens ar otru.⁵ Turklāt tas palīdz pētniekam noteikt vispiemērotāko struktūru pētnieciskā darba praktiskajai daļai.⁶

Izpētes jautājumu izstrāde

Dotajā sadaļā tika izstrādāti trīs izpētes jautājumi problēmas, kas aprakstīta pētījumā, risināšanai, vienlaicīgi ņemot vērā kopējo pētījuma mērķi, kā arī pamata aspektus, kas izklāstīti literatūras apskatā un teorētiskajā satvarā.

Izpētes jautājums numurs 1

- *Kādi trūkumi un priekšrocības piemīt diviem ārējās finansēšanas veidiem?*

Šis izpētes jautājums pirmām kārtām tiks izstrādāts, izpētot atbilstošo literatūru, kā arī analizējot fokusa grupu, kuras dalībnieki darbojas banku sfērā jau 10 gadu garumā.

Izpētes jautājums numurs 2

- *Cik izplatītas ir korporatīvās obligācijas Eiropā un Latvijā?*

Dotais jautājums tiks izpētīts, izmantojot datus no Eiropas Centrālā Banka publicētas statistikas. Jautājuma mērķis ir izpētīt, cik lielā mērā korporatīvās obligācijas ir izplatītas Eiropā un Latvijā un kādos biznesa sektoros tās ir vispopulārākās.

Izpētes jautājums numurs 3

- *Kāds lēmums uzņēmumam ir izdevīgāks – veikt emisiju vai ņemt kredītu?*

Pēdējais izpētes jautājums tiks aplūkots ar matemātisko aprēķinu palīdzību, kas pamatoti uz reāliem biznesa apstākļiem, kurus var nodrošināt Banka. Kā piemērs ir aplūkoti divi uzņēmumi, kas vēlas iegūt finansējumu savai biznesa darbībai, pamatojoties vai nu uz biznesa kredītu, vai obligāciju emisiju.

Izpētes process, metodoloģija un dizains

Izpētes procesa, metodoloģijas un dizaina pamata momenti tika izvēlēti atbilstoši rekomendācijām, kas aprakstītas grāmatā *“Research methods for business: A skill-building approach”*, ko uzrakstījuši Sekaran & Bougie (2009). Grāmātas “No idejas līdz panākumiem”

⁵Sekaran U. un Bougie R. “Research methods for business: A skill-building approach.”, United Kingdom, Wiley, John&Sons, N.5, 2009, p 90.

⁶Quinlan C. “Business Research Methods”, Hampshire: South-Western Cengage Learning, N.1, 2011, p.34

ka arī “Obligāciju ekonomiskā un juridiskā daba” būs galvenie darbi kuri tika izmantoti teorētiskajā pamata.

Pētījums attiecībā pret savu mērķi ir aprakstošs. Tāpēc nepieciešams veikt pētījumu un noteikt, ja uzņēmumam ir nepieciešami papildus līdzekļi, tad kāds lēmums tam būs visizdevīgākais – veikt obligāciju emisiju vai noformēt kredītu bankā.

Pētījums tika veikts neizplānotā reālās vides pētījumā dabīgajā uzņēmējdarbības vidē. Viens datu veids tika apkopots, izmantojot datu apstrādes kvantitatīvās metodes. Kvantitatīvie dati tika iegūti, izmantojot aprēķinus, kas tika veikti pirms obligāciju emisijas vai bankas aizdevuma. Kvalitatīvie dati tiks iegūti, izmantojot fokusa grupas metodi, kas sastāv no grupveida diskusijas, kuras laikā autore spēs noskaidrot dalībnieku attieksmi pret obligāciju emisiju kā pret vienu no finansēšanas avotiem. Sagaidāms, ka intervija būs strukturēta ar iepriekš noteiktiem jautājumiem, kuri tiks norunāti personiski. Par vienu no pētījuma objektiem tika noteikts **ABLV Bank, AS** kā kredītu devējs vai obligāciju emitēšanas konsultants. Par pārējiem pētījuma objektiem tika izvēlēti **Baltic RE Group** un **New Hanza Capital**. Pētījuma priekšmets ir nedefinēt, vai šiem diviem uzņēmumiem ir izdevīgāk emitēt savas obligācijas ar ABLV Bank palīdzību vai ņemt ABLV Bank ilgtermiņa aizņēmumu.

Maģistra darba saturs

Dotajā nodaļā īsumā tiek aplūkotas sadaļas, kas ietvertas pētījumā, un tiek aprakstīti katras sadaļas pamata mērķi. Maģistra darbs sastāv no trim daļām: teorētiskās, analītiskās un pētījuma daļas.

1.nodaļa

Teorētiskajā daļā tiek noskaidroti dažādi finansējuma veidi un to nozīme ekonomikā. Tiek arī analizētas bankas aizdevuma priekšrocības un trūkumi, kā arī obligāciju emisijas organizēšanas process un tā priekšrocības un trūkumi. Papildus tam tiek pētīti obligāciju veidi un rādītāji, ar kuru palīdzību ir iespējams noteikt obligāciju emisiju pievilcīgumu, un šajā nodaļā tiek demonstrēta uzņēmumu finansēšanas ārējo avotu salīdzinošā analīze. Turklāt dotajā nodaļā tiek īstumā sniegti maģistra darba teorētiskie ierobežojumi. Kā arī atbilstoši teorētiskajam pamatojumam, tika izstrādāti trīs izpētes jautājumi.

2.nodaļa

Analītiskajā daļā autore analizē Latvijas un Eiropas korporatīvo obligāciju tirgu ar mērķi noskaidrot, cik lielā mērā korporatīvās obligācijas ir populāras, un kādu daļu tās aizņem ārējo finansēšanas avotu tirgū.

3.nodaļa

Pētījumā daļā tiek pētītas 2 līdzīgas kompānijas (*Baltic RE Group* un *New Hanza Capital*) kā uzņēmumi, kas meklē papildus finansējumu un kuriem ir divi izvēles varianti - ņemt bankas aizņēmumu no ABLV Banka, AS vai emitēt obligācijas ar ABLV Banka palīdzību. ABLV Bank, AS tiks analizēts kā aizņēmuma devējs un obligāciju emisijas organizētājs. Pēc tam tiek novērtēti obligāciju emisijas un kredīta aizdevuma pievilcīgums, un ar pamata rādītāju un aprēķinu palīdzību tiek veikta salīdzinošā analīze. Darba noslēgumā tiek novērtēts, vai uzņēmumam ir izdevīgāk emitēt obligācijas vai ņemt bankas aizņēmumu.

Secinājumi un turpmākā izstrāde

Autore apkopo izpētes rezultātus, lai izstrādātu un attēlotu secinājumus un atbildētu uz izpētes jautājumiem. Turklāt tika izstrādātas rekomendācijas uzņēmumiem Latvijā, lai veiktu ieguldījumu uzņēmumu darbībā, kā arī tika izdarīti noslēguma secinājumi, kas paskaidro izpētes nozīmīgumu un norāda uz tālākās izstrādes nepieciešamību.

Pētījuma ierobežojumi

Dati, kas ir dotās maģistra darba pamatā, tika iegūti no publikācijām, kas uzrakstītas latviešu, angļu un krievu valodās. Dokumenta pamata ierobežojums ir saistīts ar patreizējo ABLV Bank likvidēšanu, ko pētnieks ietekmēt nevar. Tā rezultātā rādītāji un finanšu noteikumi, ko banka nodrošināja saviem klientiem, neeksistēs nākotnē.

1. KORPORATĪVO OBLIGĀCIJU RAKSTUROJUMS UN BANKAS KREDITĒŠANAS PRINCIPS

Literatūras apskats – jau publicēto literatūras avotu īss kopsavilkums. Literatūras apskats tiek veikts ar mērķi izveidot ekspertīzes bāzi un zināšanas bāzi pētāmajā tēmā ar nolūku izveidot teorētisko pamatojumu, kas kalpos kā pamats praktiskajai analīzei.⁷

Nodaļas mērķis – veikt esošās literatūras, kas saistīta ar tādiem ārējās finansēšanas avotiem kā obligāciju emisijas un bankas kredīts, analīzi. Detalizēti izpētīt obligāciju veidus, kā arī to priekšrocības un trūkumus, kā arī dotā finansēšanas veida priekšrocības un trūkumus, kas ir jāņem vērā uzņēmuma vadībai. Turklāt dotajā nodaļā ietverta to risku analīze, ar kuriem sastopas uzņēmums, kurš noformē kredītu, kā arī priekšrocības un iespējamās problēmas, kas saistītas ar kredītu. Galarezultātā tika veikta obligāciju emisijas un bankas kredīta noformēšanas salīdzinošā analīze.

1.1. Finansējuma nepieciešamība un tā nozīme ekonomikā

Uzņēmumu korporatīvo obligāciju tirgus attīstība kā vidēja un ilgtermiņa naudas resursu avots investīcijām reālajā sektorā ir nozīmīga makroekonomiskā līmenī, veidojot finanšu apstākļus ražošanas potenciāla atjaunošanai sekmīgākajiem uzņēmumiem.⁸ Korporatīvo obligāciju tirgus turpina izpildīt savu pamata funkciju – pārveido ietaupījumus un pagaidu brīvos naudas līdzekļus par aktīviem, kas tiek ieguldīti ražošanā, kā arī tālāk novirza un sadala šos resursus reālajā sektorā. Tā vietā, lai apkalpotu ātri pieaugošos valstiskos finanšu pieprasījumus, vērtspapīru tirgus ir pārorientējies uz globālās investīciju krīzes pārvarēšanu, kā arī uz brīvo naudas resursu akumulēšanu, lai virzītu tos uz ekonomikas modernizācijas mērķiem. Emitentu skaita pieaugums, izlaišanas apjomu palielināšanās, tirgus likviditātes paaugstināšanās, tā dalībnieku profesionālā izaugsme – tie ir rādītāji, kas atspoguļo galvenās tendences globālajā ilgtermiņa kapitāla tirgū pēdējo gadu laikā.⁹ Ir acīmredzams, ka

⁷Quinlan C. “Business Research Methods”, Hampshire: South-Western Cengage Learning, N.1, 2011,p.35

⁸Фабоцци Ф. “Рынок облигаций: Анализ и стратегии”, Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.2, 2007,с.16

⁹Houweling P. un Zundert J.“Factor Investing in the Corporate Bond Market”, *Financial Analysts Journal*, e-resurs-EBSCOhost, N.73, 2017,p.100

vispārpieņemtais globālajā praksē banku kredītu aizvietošanas ar parādzīmju izlaišanu process turpināsies globālajā tirgū arī turpmāk.

Vēl viens iemesls, kāpēc obligācijām ir makroekonomiskā nozīme - ir tas, ka pārējie parāda veidi var būt vairāk vai mazāk stabili finanšu krīzes laikā.¹⁰ Citi autori jau agrāk pētīja saistību starp obligācijas tirgu attīstību un to ietekmi uz IKP uz vienu iedzīvotāju. Viņi apgalvo, ka obligāciju tirgus pozitīvi korelē ar IKP. Citiem vārdiem sakot, jo bagātāki ir iedzīvotāji un sabiedrība - jo lielāks ir obligāciju skaits, kurs tiek emitēts un pieprasīts.¹¹ Citi autori analizēja korelāciju starp reālā IKP pieauguma tempiem un banku aizdevumiem ASV tirgū.¹² Pamatojoties uz datiem, viņi nonāca pie secinājuma, ka viens no ASV finanšu krīzes rezultātiem noveda pie tā ka uzņēmumi pārņemas no banku aizdevumiem, uz obligācijas tirgu. Yoshitomi un Shirai arī secina, ka “politikai vajadzētu pievērst mazāk uzmanību banku aizdevumiem un vairāk uz vietējo uzņēmumu kā alternatīvu parāda finansēšanas avotu attīstību”.¹³ Tajā pašā laikā šie autori uzsvēra, ka pastāv atšķirība starp jaunattīstītajām un attīstītajām valstīm un tam kuru avotu uzņēmējdarbības finansēšanai jomā un to, kuras valstis vairāk tiek tie izmanto. Autori apgalvo, ka jaunattīstības valstu uzņēmumi dod priekšroku kredītu finansēšanai, bet obligāciju finansējums ir visbiežāk sastopams attīstītajās valstīs (sk. 1.1. attēlu).

¹⁰Bloom N., Floetotto M., Jaimovich N., Saporta-Eksten I. un Terry S. “Really Uncertain Business Cycles”, *NBER Working Paper*, National Bureau of Economic Research, N.18245, 2012,p.1

Pieejams: http://www.nber.org/papers/w18245.pdf?new_window=1

¹¹Beck T., Demirgüç-Kunt A. un Levine R. “A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Policy Research Working Paper*, New York, The World Bank, Development Research Group, N.2146, 1999,p.9

Pieejams: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=615009

¹²Contesi S., Li L., un Russ K. “Bank vs. Bond Financing Over the Business Cycle”, *Economic SYNOPSES*, N.31, 2013,p.2

Pieejams: https://research.stlouisfed.org/publications/es/13/ES_31_2013-11-15.pdf

¹³Yoshitomi M. un Shirai S. “Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia— How to Develop Corporate Bond Market”,Tokyo, ADB Institute, N.15, 2001, p.6
Pieejams:<https://openaccess.adb.org/bitstream/handle/11540/4120/2001.03.rp15.corporate.bond.markets.pdf?sequence=1>

Jaunattīstības valstis	Attīstītās valstis
Investoru un aizņēmēju iezīmes	
Zems ienākumu līmenis un ierobežota aktīvu uzkrāšana	Augsts ienākumu līmenis un pietiekama aktīvu uzkrāšana
↓	↓
Liels pieprasījums pēc likviditātes un banku noguldījumiem	Pieprasījums pēc diversificēta aktīvu portfeļa
Nepietiekami attīstītas apdrošināšanas un pensiju nozares	Attīstītas apdrošināšanas un pensiju nozares
Liels skaits (MVU)	Liels skaits lielu un stabilu uzņēmumu
Finansējums	
Pamatojoties uz bankas kredītu	Pamatojoties uz obligāciju tirgu

1.1.att. Finansējuma veidi Jaunattīstības valstīs un Attīstītās valstīs.

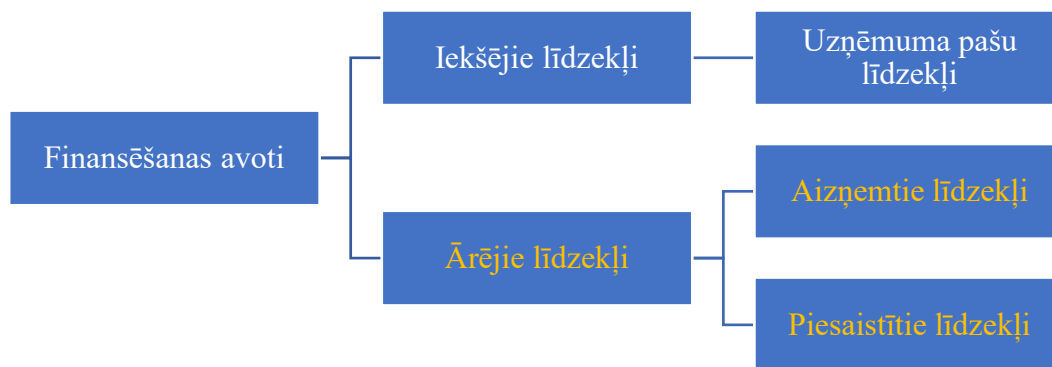
Avots: autores veidots attēls, pamatojoties uz Yoshitomi M. un Shirai

Jaunattīstības valstīs izvēlas saņemt finansējuma pamatojoties uz bankas kredītu, nevis veikt obligāciju emisiju. Tomēr gadījumā, ja valstis ir attīstītas, tad dod priekšroku obligāciju emisijai. Arī jaunattīstības valstīs ir liels pieprasījums pēc likviditātes un banku noguldījumiem ka arī nepietiekami attīstītas apdrošināšanas un pensiju nozares, tomēr attīstītās valstīs ir liels pieprasījums pēc diversificēta aktīvu portfeļa ka arī apdrošināšanas un pensiju nozares ir attīstītas.

1.2. Pašu kapitāls un aizņemtais kapitāls kā dažādi finansējuma veidi

Uzņēmuma finansēšanas metodes kalpo kā investīcijas resursu piesaistes veidi ar nolūku nodrošināt uzņēmuma finansiālo stabilitāti. Investīciju projektu finansēšanas avoti ir naudas līdzekļi, kas tiek izmantoti kā investīcijas resursi. Tos tālāk iedala iekšējos (pašu kapitāls) un ārējos (piesaistītais un aizņemtais kapitāls)¹⁴.

¹⁴Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs Ģ. un Krūtainis M. "No idejas līdz panākumiem", Rīga, SIA "Lietišķās informācijas dienests", N.5, 2009., lpp.24-26.



1.2.att. Finansēšanas avotus veidi

Avots: autores veidots attēls, pamatojoties uz Grišins

Iekšējā finansēšana tiek nodrošināta uz uzņēmuma rēķina. Tā paredz pašu līdzekļu izmantošanu – pamata (akciju) kapitāla, kā arī līdzekļu plūsmas, kas veidojas uzņēmuma darbības laikā, izmantošanu, pirmkārt tīrās peļņas un amortizācijas atskaitījumu izmantošanu. Turklāt līdzekļu, kas paredzēti uzņēmuma finansēšanai, formēšanai ir jābūt stingri noteiktam mērķim, kas tiek panākts pārsvarā ar investīciju projekta patstāvīga budžeta izdalīšanu.¹⁴

Otrais finansēšanas veids ir ārējā finansēšana jeb aizņemtais kapitāls, kas paredz ārēju avotu izmantošanu: finanšu institūciju līdzekļu, nefinanšu uzņēmumu, iedzīvotāju, valsts, ārvalstu investoru līdzekļu izmantošanu, kā arī uzņēmuma dibinātāju naudas resursu papildu ieguldījumus. Tas tiek īstenots, mobilizējot piesaistītos (paju finansēšana) un aizņemtos (kredītveida finansēšana) līdzekļus.¹⁴

Svarīgi ir atzīmēt, ka dažādiem finansēšanas līdzekļiem ir savas priekšrocības un trūkumi, un uzņēmums, ņemot vērā savu finanšu situāciju un līdzekļu nākotnes plānus, pats izvēlas, kādu avotu ir nepieciešams izmantot. (skatīt 1.1.tabulu) Pašu kapitāla galvenās priekšrocības ir nepieciešamo līdzekļu pieejamība un ātrā mobilizācija. Turklāt uzņēmumam samazinās maksātnespējas risks, bet ienesība ir augstāka, jo nav nepieciešams veikt regulāras izmaksas aizdevuma avotiem. Tomēr pašu kapitālam ir arī virkne trūkumu, un galvenais no trūkumiem ir piesaistīto līdzekļu ierobežotais apjoms. Daudziem uzņēmumiem ir jānodala pašu līdzekļi no uzņēmuma kopējā apgrozījuma. Atzīmē, ka izmantojot pašu kapitālu, uzņēmumam rodas ierobežojumi neatkarīgai kontrolei pār investīciju resursu izmantošanas efektivitāti.

Finansēšanas avotus priekšrocības un trūkumi

Finansēšanas avoti	Priekšrocības	Trūkumi
Pašu kapitāls	<ul style="list-style-type: none"> • Pieejamība • Zems maksātnespējas risks • Nepastāv izmaksas sakarā ar piesaistītajiem un aizņēmuma avotiem • Īpašuma saglabāšana 	<ul style="list-style-type: none"> • Līdzekļu apjoma ierobežojumi • Pašu līdzekļu nodalīšana no kopējā apgrozījuma • Neatkarīgās kontroles ierobežojumi
Aizņemtā un piesaistītais kapitāls	<ul style="list-style-type: none"> • Neierobežots apjoms • Neatkarīgas kontroles esamība 	<ul style="list-style-type: none"> • Procedūras ilgums • Maksātnespējas risks • Īpašuma zaudēšanas risks

Avots: autores veidota tabula pamatojoties uz pamatojoties uz Grišins

Uzņēmumam ir arī iespēja piesaistīt kapitālu, izmantojot aizņemtus līdzekļus. Šādas izvēles galvenā priekšrocība ir tāda, ka uzņēmums var piesaistīt līdzekļus neierobežotā apjomā, un, pateicoties tam, pastāv arī investīciju resursu izmantošanas efektivitātes neatkarīga kontrole. Šim variantam arī ir virkne trūkumu, kas parasti apgrūtina visu procesu. Pirmkārt, aizņemtā kapitāls vienmēr slēpj sevī līdzekļu piesaistīšanas procedūras sarežģītību un ilgumu, jo uzņēmumam nepieciešams sniegt finanšu stabilitātes garantijas. Turklāt palielinās maksātnespējas un bankrotēšanas risks, samazinoties peļņai sakarā ar nepieciešamību veikt regulāras izmaksas piesaistītajiem un aizņemtajiem avotiem. Protams, pastāv ne tikai īpašuma zaudēšanas risks, bet arī uzņēmuma vadības zaudēšanas risks.

Ārējie līdzekļi var tikt iedalīti uz aizņemtajiem līdzekļiem un piesaistītajiem līdzekļiem. Galvenā atšķirība ir tāda, ka aizņemto līdzekļu gadījumā uzņēmums aizņemas naudu, kuru pēc fiksēta laika daudzuma uzņēmumam ir jāatgriež, bet piesaistīto līdzekļu gadījumā uzņēmums dalās ar tiesībām uz savu uzņēmumu vai arī uz peļņu¹⁵. Abas metodes ir ārkārtīgi plaši izplatītas, tomēr dotajā darbā autore vēlētos aplūkot sīkāk aizņemto līdzekļu veidus, kas iekļauj sevī arī obligāciju aizņēmumu un kredītu.

¹⁵Фабоци Ф., “Рынок облигаций: Анализ и стратегии”, Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.2, 2007, с.213

Aizņemtie līdzekļi	Piesaistītie līdzekļi
<ul style="list-style-type: none"> • Bankas kredīts • Obligāciju aizņēmums 	<ul style="list-style-type: none"> • Investīcijas • Akcijas

1.3.att. Aizņemto un piesaistīto līdzekļu veidi

Avots: autores veidota tabula pamatojoties uz Grišins

Bankas kredīts darbojas kā viena no visefektīvākajām uzņēmuma ārējās finansēšanas formām gadījumos, kad uzņēmums nespēj nodrošināt savu finansējumu ar pašu līdzekļu palīdzību.¹⁶ Turpretim korporatīvo obligāciju emisija ir process, kura laikā uzņēmums izlaiž korporatīvās obligācijas, izvietošanas līdzekļus, kas paredzēti uzņēmuma finansēšanai. Korporatīvo obligāciju izlaišana un izvietošana dod iespēju piesaistīt līdzekļus ar izdevīgākiem, salīdzinājumā ar bankas kredītu, nosacījumiem.¹⁷ Tomēr obligāciju priekšrocības izpaužas tikai ievērojamu aizņemšanās apjomu gadījumos, ko var atļauties tikai pietiekoši lieli uzņēmumi. Tas var tikt izskaidrots ne tikai ar ievērojamām ar emisiju saistītām izmaksām, bet arī ar to, ka nelielos emisijas apjomos obligācijas nav pietiekoši likvīdas. Tajā pašā laikā tieši augstā korporatīvo obligāciju likviditāte ir viena no vispievilcīgākajām iezīmēm investoriem¹⁸.

1.3. Parādu vērtspapīru raksturojums

Visbiežāk sastopamais skaidrojums terminam “obligācijas” ir to raksturojums kā “ilgtermiņa instruments, fiksējošais fiksēto procentu likmi fiksēta perioda laikā”.¹⁸ Obligācijas var arī aplūkot kā fiksētu naudas plūsmu paketi noteiktam laika posmam, un pēcāk sākotnējā principiāla dzēšanu/atmaksu.

¹⁶Соломин С. “Банковский кредит: проблемы теории и практики”, Москва, Иуинформ, 2009, с.13

¹⁷Jan M. un Hovorková V. “Loan versus Bond Financing of Czech Companies and the influence of the Global Recession”, Journal Of Competitiveness, e-resurs-EBSCOhost, N.9,2017, p.74-75

¹⁸Saulietis A. un Kokorevičs G. “Obligāciju ekonomiskā un juridiskā daba”, *Skaidrojumi un Viedokļi*, N.50, 2013, lpp.6.

Obligācijas var būt vairāku veidu:¹⁹

- valsts obligācijas;
- municipālās obligācijas;
- korporatīvās obligācijas;
- banku obligācijas.

Valsts obligācijas ir visizplatītākās, un tās tiek dēvētas arī par “suverēnām obligācijām”. Parasti tādas obligācijas tiek emitētas ar nolūku segt budžeta deficītu valsts vārdā vai vietējo varas orgānu vārdā. Obligācijas var būt arī **municipālas**, un tās emitē attiecīgi pilsētas (vietējās varas iestādes) kā aizdevumu par municipālo īpašumu ar nolūku finansēt dažādus projektus. Parasti ienākums no municipālajām obligācijām ir atbrīvots no visu nodokļu nomaksas. Nākamais obligāciju veids ir **korporatīvās obligācijas**, ko emitē uzņēmumi (juridiskas personas) savas darbības finansēšanai. Tās ir līdzīgas citiem obligāciju veidiem, it īpaši **bankas obligācijām**, ko emitē licencētas bankas ar nolūku piesaistīt aizņēmuma līdzekļus. Atšķirībā no korporatīvām obligācijām ir tāda, ka banku obligācijas parasti ir uzticamākas nekā korporatīvās obligācijas, bet riskantākas nekā valsts obligācijas.²⁰

Tomēr finanšu literatūrā obligācijas parasti tiek novērtētas ne tikai kā aizņemto līdzekļu naudas plūsma, bet drīzāk kā risku komplekts. Neraugoties uz to, ka šie riski var būt ļoti daudzveidīgi, daži no tiem var būt īpaši svarīgi un ietekmīgi. Obligāciju emitenti tiek pakļauti vienam vai vairākiem no sekojošajiem riskiem: likviditātes risks, kredīta risks, procentu likmju izmaiņas risks, operacionālais risks, juridiskais risks, konkurences risks.²¹ (Skatīt 1.4.attēlu)

Likviditāte – tā ir Emitenta spēja nodrošināt vai apmierināt sagaidāmo (ikdienas) naudas līdzekļu plūsmu vai savlaicīgu negaidīti radušos saistību izpildi.²² Ar **likviditātes risku** tiek saprasta emitenta spēja pārvērst aktīvus skaidrā naudā ar minimāliem zaudējumiem vai nepieciešamības gadījumā piesaistīt līdzekļus par saprātīgu samaksu. Doto risku ir viegli

¹⁹Никифорова В. и Островская В. “Государственные и муниципальные ценные бумаги”, Питер, Н. 2, 2004, с.30 и 36

²⁰Фабоци, Ф. “Рынок облигаций: Анализ и стратегии”, Москва, Альпина Бизнес Букс, Н. 2, 2007, с. 213-214

²¹Карбовский В. и Алексеева О. “Оценка рисков на рынке облигаций”, Москва, «Директ-Медиа», 2011, с.87

²²Пласкова Н. “Анализ и стратегии ансовой отчетности”, Москва, ЭКСМО, 2010, с.139

ignorēt labvēlīgas ekonomikas laikā, jo parasti tādā gadījumā ir viegli aizņemties naudu, lai palielinātu īpašuma tiesības uz vērtspapīriem un iegūt atdevi no peļņas, ja cenas turpina pieaugt. Tomēr, kad ekonomikas situācija pasliktinās, notiek atgriezenisko aizdevumu palielināšanās, kas veikti citu vērtspapīru pirkumiem, kas izraisa kaskādes efektu piespiedu pārdošanas un aktīvu cenu samazināšanās jomā. Tieši tāpēc finanšu tirgos spēja aizņemties kredītus parasti ir pazīstama kā likviditāte un ir atslēgas elements stabilu cenu uzturēšanai.

Likviditātes risks	<ul style="list-style-type: none"> • Emitenta spēja pārvērst aktīvus skaidrā naudā ar minimāliem zaudējumiem
Kredīta risks	<ul style="list-style-type: none"> • Zaudējumu rašanās risks gadījumā, ja Emitents vai Emitenta kontraģents nav spējīgs izpildīt savas saistības
Procenta likmju izmaiņu risks	<ul style="list-style-type: none"> • Zaudējumu rašanās risks saistībā ar procentu likmju izmaiņām
Operacionālais risks	<ul style="list-style-type: none"> • Risks, ka Emitents cietīs zaudējumus iekšējo procesu neizpildīšanas rezultātā
Juridiskais risks	<ul style="list-style-type: none"> • Zaudējumu risks, kas saistīts ar izmaiņām spēkā esošajos normatīvajos aktos
Konkurences risks	<ul style="list-style-type: none"> • Risks, ka Emitents cietīs zaudējumus konkurences pastiprināšanās rezultātā

1.4.att. Obligāciju emitenta riski

Avots: autores veidots attēls, pamatojoties uz "Reuters"

Ar **kredītu risku** tiek saprasts risks, ka emitentam radīsies zaudējumi gadījumā, ja emitents vai emitenta kontraģents nespēs vai kādu noteiktu apstākļu dēļ atteiksies izpildīt savas saistības atbilstoši līguma noteikumiem.²³ Svarīgi ir atzīmēt, ka instrumenti ar fiksētu ienākumu, tādi kā ASV valsts obligācijas un Vācijas obligācijas, tiek uzskatītas par brīvām no kredītu riskiem. **Izmaiņas procentu likmēs** var izraisīt risku, ka Emitentam radīsies zaudējumi saistībā ar nelabvēlīgām procentu likmju izmaiņām.²⁴ **Procentu risks**²⁵ ir visizplatītākais risks,

²³ Reuters "Рынок облигаций. курс для начинающих", Москва, Альпина, Н.2, 2009, с.160

²⁴ Simanovsky S. "Bonds for beginners", Grandville, Global Finance School, 2010, p.51

²⁵ Уилсон Р. и Фабозци Ф. "Корпоративные облигации структура и анализ", Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.1, с.190

kas ietekmē jebkuru vērtspapīru, tādu kā, piemēram, obligācija, kredīts vai jebkurš cits kontrakts ar fiksētām naudas plūsmām noteikta laika perioda laikā. Procentu likmju izmaiņu risks ir saistīts ar fiksētām naudas plūsmām, jo izmaiņas plašākās tirgus procentu likmēs var padarīt šīs fiksētās naudas plūsmas pievilcīgākas. Lai gan procentu likmju risks ir ļoti izplatīts vērtspapīriem ar fiksētiem ienākumiem, no tā var izvairīties, izvēloties obligācijas ar mainīgu procentu likmi. Turpretim **operāciju risks**²⁶ nozīmē, ka emitents cietīs zaudējumus iekšējo procesu nepietiekamības, neatbilstības vai neizpildīšanas rezultātā, kļūdu personāla vai sistēmu darbībā rezultātā vai kādu citu ārēju apstākļu ietekmē. Kā nākamais risks ir zaudējumu risks, kas saistīts ar izmaiņām spēkā esošajos normatīvajos aktos (likumos, noteikumos un citos tiesiskos aktos) vai ar jaunu normatīvo aktu ieviešanu, kā rezultātā var būt nepieciešamas emitenta darbības izmaiņas vai pārorientācija, kas veidos papildus izdevumus, vai arī atteikums no atsevišķiem emitenta darbības virzieniem. **Juridiskais risks**²⁷ iekļauj sevī arī iespējamus zaudējumus, kas var rasties nodokļu likmju palielināšanās vai jaunu nodokļu piemērošanas rezultātā. Pēdējais risks ir **konkurences risks**, tas ir risks, ka Emitents cietīs zaudējumus konkurences pastiprināšanās tajā tirgus segmentā, kurā Emitents īsteno savu darbību, rezultātā.

1.3.1. Korporatīvo obligāciju klasifikācija

Obligācijas tiek iedalītas ne tikai pēc saviem veidiem, bet tām ir arī dažāda klasifikācija, kas palīdz noteikt obligācijas ienesīgumu, izvietojas tirgū termiņu, nominālo vērtību, kā arī izlaišanas apjomu.

Terminš

Tradicionāli tiek paredzēts, ka obligācijas ir vidēja un ilgtermiņa finansēšanas instruments. (Skatīt 1.2.tabulu) Īstermiņa nepieciešamību pēc aizņēmuma naudas līdzekļiem parasti var apmierināt akciju tirgū uz komerciālo dokumentu, kas nav emisijas dokumenti, rēķina.

1.2.tabula

Obligāciju termiņš

Īstermiņa	Vidēja termiņa	Ilgtermiņa
Ar termiņu līdz 1 gadam	Ar termiņu no 1 līdz 5 gadiem	Ar termiņu vairāk par 5 gadiem

Avots: autores veidota tabula pamatojoties uz Mirkin

²⁶ Букирь М. “Облигации: бухгалтерский учет в банках и другие аспекты работы”, Москва, Кнорус, Н.1, 2018, с.136

²⁷ Reuters “Рынок облигаций. курс для начинающих”, Москва, Альпина, Н.2, 2009, с.227

Robežtermiņi (sākuma un beigu) korporatīvajām obligācijām nav noteikti, tomēr ir svarīgi atzīmēt, ka obligācijas nevar tikt emitētas bez termiņa, jo obligācijas juridiskajā konstrukcijā ir atzīmēts, ka aizņemtās vērtības atgriešana obligācijas turētājam, ko veic emitents, ir jāveic noteikta termiņa laikā.

Izvietšanas struktūra

Nemot vērā tirgus apstākļu nestabilitāti (pēc ienesīguma, riskiem un likviditātes), ierobežoto tirgus spēju īstenot lielus vērstpapīru izlaidumus, korporatīvie emitenti ir tiesīgi īstenot obligāciju sadalītu izlaišanu, bet viena izlaiduma ietvaros, kas tiek reģistrēts kā vienots prospekts. Attiecīgi tam, korporatīvās obligācijas var tikt klasificētas pēc to izvietšanas kā:

- vienlaicīgi izlaižamās pilnā apjomā;
- izlaižamās atsevišķās daļās (transhos), attiecībā uz kuriem tiek noteikti atsevišķu tranšu izvietšanas termiņi (kas iekļaujas visa obligāciju aizdevuma izvietšanas termiņā).

Svarīgi ir atzīmēt, ka obligācijām, kas tiek izlaistas fiksētā laika posmā (vienas programmas ietvaros), tiek piešķirts kārtas numurs, kas dod iespēju noteikt, kādas programmas ietvaros dotā obligācija ir izlaista.

Dzēšanas struktūra

Praksē tiek izšķirti obligācijas aizdevumi, kuru dzēšana tiek īstenota vienotā termiņā, un aizdevumi, kuru dzēšana notiek ar vairākiem maksājumiem un dažādu periodiskumu, ar galējo norēķināšanos termiņā, uz kuru ir izlaistas obligācijas. Nepieciešams atzīmēt, ka dotajā gadījumā samazinās obligācijas aizdevuma kredīta risks, kā arī pastāv vairāk iespēju vadīt obligāciju aizdevuma procentu risku.

1.3.tabula

Obligāciju dzēšanas veidi

Obligācija ar izmaksu termiņa beigās		Obligācija ar periodisku maksājumu dzēšanu	
Obligāciju saistību dzēšana tiek īstenota ar vienotu maksājumu, beidzoties termiņam, uz kuru tika emitētas obligācijas.		Nominālās vērtības dzēšana tiek īstenota datumos, kas noteikti emisijas lēmumā atsevišķā obligāciju izlaidumā, un kuri sakrīt ar datumiem, kuros tiek izmaksāta kuponu peļņa par tiem. Pēc termiņa, uz kuru tika izlaistas obligācijas, izbeigšanās tiek īstenots noslēdzošais norēķins par obligācijām.	
Ar nomināla izmaksu termiņa beigās	Ar nomināla un procentu izmaksu termiņa beigās	Obligācijas ar dzēšanas fondu	Obligācijas bez dzēšanas fonda
Procenti tiek izmaksāti periodiski, nomināls – termiņa beigās.	Gan nomināls, gan procenti tiek izmaksāti termiņa beigās.	Tiek izveidots speciāls naudas līdzekļu fonds, kas paredzēts izlaisto obligāciju parāda amortizācijai.	Dzēšanas fonds netiek izveidots.

Avots: autores veidota tabula, izmantojot pamatojoties uz Simanovsky

Pirmstermiņa dzēšanas iespēja

Obligācijas pirmstermiņa dzēšanas iespēja pēc emitenta iniciatīvas samazina kredītu riskus, kā arī veido labāku iespēju vadīt procentu risku. Šajā gadījumā lēmumā par obligāciju izlaišanu ir jānosaka dzēšanas vērtība un termiņš, agrāk par kuru tās nevar tikt pielaistas pirmstermiņa dzēšanai. Obligācijas dzēšanu var veikt pēc²⁸:

Investora iniciatīvas

Obligācijas, lēmumā par kuru izlaišanu ir noteikts to pirmstermiņa dzēšanas termiņš un kārtība pēc to īpašnieku vēlmēs (ar obligāciju izņemšanu no apgrozības);

Emitenta iniciatīvas

Doto obligāciju izlaišanas nosacījumi paredz emitenta tiesības veikt to izpirkšanu/pirmstermiņa dzēšanu.

Ienākuma izmaksas formas

Ienākums no obligācijas ir procentuālās izmaksas un / vai diskonta izmaksas. Attiecīgi praksē tika izstrādāti sekojoši obligāciju veidi²⁹:

- **Procentu (kuponu) obligācijas**

Kuponu pieeja tiek noteikta procentu izteiksmē pret obligācijas nominālo vērtību, tātad, paredzot kupona regulāru izmaksu. Dotais termiņš ir radies no “kupona” kā daļas no vērtspapīra, kas dod tiesības saņemt regulāri izmaksājamu procentu pēc šī vērtspapīra; šādam nolūkam kupons tika nogriezts un pārvirzīts, parasti caur banku, aģentam, kas veica maksājumus par doto vērtspapīru;

- **Diskonta (bezkupons) obligācijas**

Obligācijas ar “nulles kuponu”, t.i. obligācijas, par kurām netiek uzskaitīti procenti, bet investors saņem ienākumus no obligāciju ar diskontu pārdošanas to dzēšanas laikā pēc to nominālās vērtības. Starptautiskajā praksē šādas obligācijas tiek sauktas par zero-kuponiem (“obligācijām ar nulles kuponu”). Ienākums no šīm obligācijām – diskonts, ko sastāda starpība starp izvietošanas (pirkšanas) cenu un dzēšanas (pārdošanas) cenu. Procentu (kuponu ienākumu) izmaksa šādām obligācijām netiek veikta.

²⁸Фабоци Ф. “Рынок облигаций: Анализ и стратегии”, Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.2, 2007, с.453

²⁹Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs Ģ. un Krūtainis M. “No idejas līdz panākumiem”, Rīga, SIA “Lietišķās informācijas dienests”, N.5, 2009., lpp.27

Procenta ienākuma klasifikācija

Svarīgi ir atzīmēt, ka, ņemot vērā visas iespējamās kuponu ienākumu izmaksas formas, kuponu obligācijas var klasificēt 1.4.tabulā atspoguļotajā veidā.

1.4.tabula

Obligācijas ienākumu veidi

Obligācijas ar pastāvīgu kuponu ienākumu	Kuponu ienākums sastāv no procentuālās likmes no obligācijas nominālās vērtības. Procentuālā likme nemainās visas emisijas cikla laikā.
Obligācijas ar fiksētu kuponu ienākumu	Kuponu ienākuma lielums ir fiksēts katram procenta izmaksas periodam, bet atšķiras dažādiem kuponu periodiem un tiek noteikts obligāciju izlaišanas momentā. Fiksētā kuponu likme izveido noteiktību emitentam un investoriem kuponu maksājumu plūsmās. Tomēr tā neņem vērā ekonomiskās situācijas izmaiņas valstī.
Obligācijas ar mainīgu kuponu ienākumu	Kuponu ienākums tiek noteikts pēc noteikta algoritma, kas piesaistīts kādam ekonomiskajam rādītājam – procenta tirgus līmenim, inflācijas tempam, Centrālās bankas refinansēšanas likmei. Investori šādā gadījumā saņems ienākumus, pamatojoties uz tiem ekonomiskajiem apstākļiem, kas ir izveidojušies.

Avots: autores veidota tabula, izmantojot Mirkin

Subordinētās obligācijas

Subordinētām obligācijām starptautiskajā praksē nav finansiāla nodrošinājuma, to saistības ir subordinētas, pakārtotas attiecībā pret citu saistību apmierināšanu, tās tiek dzēstas pēc parasto obligāciju aizdevumu un bankas aizņēmumu prasību apmierināšanas.³⁰ Latvijā korporatīvās obligācijas tirgus nav liels, tomēr tāds obligāciju veids kā subordinētās obligācijas ir pieejams Latvijas tirgū, jo virkne banku (ABLV Bank, Citadele, Rietuma) ir veikuši subordinēto obligāciju emisiju.

Credit ratings (Kredītreitings)

Kredītrisks ir pamata risks obligācijas turētājiem, jo tas ir cieši saistīts ar emitenta spēju uzturēt regulāras kuponu izmaksas, kā arī dzēst parādu saistības dzēšanas termiņos.³¹ Kredītu analīzei, kredītriska novērtēšanai, kopējo tirgus un ekonomisko apstākļu novērtēšanai

³⁰Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs G. un Krūtainis M. "No idejas līdz panākumiem", Rīga, SIA "Lietišķās informācijas dienests", N.5, 2009., lpp.163

³¹Nye R. "Understanding And Managing The Credit Rating Agencies", e-resurs-EBSCOhost, Euromoney Books, 2014, p.4

ir kopējs mērķis – aplūkot emitenta finansiālo stāvokli un tā spēju izpildīt saistības par konkrēto aizdevumu. Tāpēc kredītreitingiem ir nozīmīga loma investoru lēmumu pieņemšanas procesā, un tie ievērojami ietekmē procentu likmes, kas ir jāizmaksā aizdevējiem.

Kredītreitings ir ļoti sarežģīts process, un tam ir liels daudzums dažādu formulējumu. Vairāk nekā 800 000 vērtspapīru no vairāk nekā 42 000 emitentiem, kas sastāda ne mazāk par 24 triljoniem eiro, tiek novērtētas ar reitingu no AAA līdz C, un šo novērtējumu piešķirušas 150 dažādas reitingu aģentūras, un tas iekļauj vairāk nekā 100 valstis.³² (Skatīt 1.5.tabulu). Kredītreitinga aģentūras lielā dažādība un lielais nominālo vērtspapīru apjoms izraisa to, ka nepastāv kredītreitinga aprakstīšanas standarts. Pēc ASV Vērtspapīru un biržu darījumu komisijas datiem, kredītreitings atspoguļo reitingu aģentūras viedokli par konkrēta uzņēmuma maksātspēju, drošību vai saistību uz noteiktu datumu.³³ Eiropas vērtspapīru regulatoru komiteja (CESR) apraksta kredītreitingu kā viedokli attiecībā pret uzņēmuma vai saistību emitenta kredītspēju, kredītsaistībām, parādiem vai parādu drošību, kas tiek izteikts, izmantojot izstrādāto un noteikto rangu sistēmu, kas var indicēt, vai tiek rekomendēts pirkt, pārdot vai uzglabāt kādu vērtspapīru.³⁴ Saskaņā ar Eiropas komisiju, kredītreitings – tas ir specializētas firmas viedoklis par juridiskas personas (piemēram, par obligāciju emitenta) kredītspēju vai ķīlas instrumenta (piemēram, obligāciju vai vērtspapīru, ko nodrošina aktīvi) kredītspēju.³⁵ Likumā par ASV kredītreitingu aģentūras reformu termins “kredītreitings” tiek aprakstīts kā parādnieka

³²Rullis K. “Different Strategies and Methods of Pricing Latvia’s Eurobonds”, MBA, Rīgas Biznesa skola, 2014, p.30

Pieejams:http://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/stipendiju_konkurss/2014/Krisjanis%20Rullis.pdf

³³U.S. Securities and Exchange Commission “Report on the Role and Function of Credit”, United States of America, 2002, p.34

Pieejams: <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>

³⁴THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS “Annual Report”, 2004, p.23

Pieejams: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_013.pdf

³⁵European Commission “Frequently asked questions: legislative proposal on credit rating agencies (CRAs)”, Memo, 2011, p.23

Pieejams: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-788_en.htm

kredītpējas novērtējums – kā subjekta vai attiecībā pret konkrētiem vērtspapīru instrumentiem vai naudas tirgus instrumentiem.³⁶

1.5.tabula

Kredītreitingu klasifikācija

S&P	Fitch	Moody	Drošuma līmenis
AAA	AAA	Aaa	Maksimāla drošība
AA+	AA+	Aa1	Augsta drošība
AA	AA	Aa2	
AA-	AA-	Aa3	
A+	A+	A1	Augstāka par vidēju drošība
A	A	A2	
A-	A-	A3	
BBB+	BBB+	Baa1	Zemāka par vidēju drošība
BBB	BBB	Baa2	
BBB-	BBB-	Baa3	
BB+	BB+	Ba1	Spekulatīvs drošības līmenis
BB	BB	Ba2	
BB-	BB-	Ba3	
B+	B+	B1	Augsti spekulatīvs drošības līmenis
B	B	B2	
B-	B-	B3	
CCC+	CCC+	Caa1	Ekstremāli spekulatīvs drošības līmenis
CCC	CCC	Caa2	
CCC-	CCC-	Caa3	
CC	CC	Ca	Pirms-defolta drošības līmenis
C	C	C	
D	DDD	C	Defolts
	DD	/	
	D	/	

Avots: autores veidota tabula, izmantojot Simanovsky

Lai gūtu pilnīgu priekšstatu par kredītreitingu, ir svarīgi ņemt vērā trīs lielākās CRA: *Fitch*, *Moody's* u *Standard & Poor's (S & P)*, kas ietver aptuveni 95% no kredītreitingu un skalas noteikšanas tirgus (sk. tabulu 1.5.). *Fitch Ratings* reitingi dod viedokli par uzņēmuma spēju izpildīt finanšu saistības, tādas kā procenti, privilēģētās dividendes, pamata summas dzēšana, apdrošināšanas prasību vai kontraģenta saistību dzēšana.³⁷ Investori izmanto

³⁶United States Senate “Credit Rating Agency Reform Act of 2006”,109th Congress, S.3850,2006, p.2

Pieejams:<https://www.sec.gov/ocr/cra-reform-act-2006.pdf>

³⁷Fitch Ratings, “Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion”, 2014, p.3

kredītreitingus kā naudas saņemšanas varbūtības pazīmes, lai saņemtu naudu, kas tiem pienākas atbilstoši noteikumiem, ar kādiem tika veiktas investīcijas.

Moody's kredītreitingi – tie ir viedokļi par emitenta atsevišķu saistību vai kopējās kredībspējas kredīt kvalitāti (neņemot vērā individuālās parādsaistības vai citus konkrētos vērtspapīrus).³⁸

Standard & Poor's kredītreitingi ir perspektīvi viedokļi par kredītrisku, un pauž aģentūras viedokli par emitenta, piemēram, uzņēmuma vai valdības spēju un gatavību izpildīt savas finanšu saistības pilnā apjomā un laicīgi.³⁹ Neraugoties uz to, ka CRA pagaidām nav kredītreitinga standarta apraksta, vairākums no tām piekrīt, ka kredītreitings ir oficiāls nosaukums faktoram, ko piešķir reitingu aģentūras, pamatojoties uz viedokli par to, vai emitents izmaksās fiksēto ienākumu summu pilnā apjomā un noteiktajā termiņā.⁴⁰

1.3.2. Korporatīvā parāda vērtspapīra novērtēšana

Emitenta korporatīvo obligāciju izlaidšanas pamata mērķi ir šādi⁴¹:

- **Investīciju piesaistīšana;**
- **Biznesa restrukturizācija;**
- **Citi mērķi.**

Ar **investīciju piesaistīšanu** autore saprot naudas resursu, kas nepieciešami uzņēmuma darbības finansēšanai, īstermiņa deficīta segšanu; un šī finansējamā darbība var iekļaut inovāciju projektus (jaunu uzņēmumu izveide, meitas uzņēmumu vai struktūrvienību produkcijas ražošanai, kas neietilpst uzņēmuma pamatdarbībā, izveide), kā arī zemes un nekustamā īpašuma iegādi. Obligāciju emisiju parasti veic arī **biznesa restrukturizācijai**, kas var iekļaut īpašuma struktūras izmaiņas, neperspektīvu uzņēmumu un to struktūrvienību likvidēšanu, kā arī finanšu restrukturizāciju (likvidās

Pieejams:file:///C:/Users/Katerina/Downloads/Rating%20Definitions%2021%20March%202018.pdf

³⁸Moody's Rating Symbols & Definitions "Moody's Investors Services",2009,p.1

Pieejams:https://www.moodys.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002

³⁹Standard & Poor's Ratings Definitions, "Ratings Direct on the Global Credit Portal"

Pieejams:https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/view/sourceId/504352

⁴⁰Nye R. "Understanding And Managing The Credit Rating Agencies", e-resurs-EBSCOhost, Euromoney Books, 2014, p.4

⁴¹Saulietis A. un Kokorevičs G."Obligāciju ekonomiskā un juridiskā daba", Skaidrojumi un Viedokļi, N.50, 2013, lpp.7.

ķīlas izveide vērtspapīru veidā, zaudējumu segšana, aktīvu apmaiņa, naudas resursu piesaiste finansēšanai). Citi mērķi ieļauj sevī uzņēmuma mārketingu (pozicionēšanu ne tikai produkcijas noieta tirgū, bet arī finanšu tirgū), biržas un publiskās kredītvēstures izveidošana izdevīgāku finansēšanas noteikumu iegūšanai ārzemju tirgos un valsts iekšējos tirgos (šāda politika parasti izraisa to, ka gan ārzemju, gan valsts kreditori sniedz aizdevumu finansējumu labprātāk un ar izdevīgākiem noteikumiem).

Korporatīvā parāda vērtspapīru priekšrocības un trūkumi

Kā jebkuram vērtspapīram, obligācijām ir virkne priekšrocību, kas tiks aplūkotas dotajā paragrāfā. Obligācijām ir virkne pozitīvu īpašību. Tiek uzskatīts, ka obligāciju emisija dod iespēju izrīkoties ar iegūtajiem līdzekļiem (kas iegūti emisijas rezultātā) ilgstošā laika posmā (no pusgada un ilgāk), aprobežojoties tikai ar uzkrājamā ienākuma izmaksām obligāciju aprites periodā.⁴² Dotā priekšrocība veido iespēju īstenot svarīgas investīcijas emitenta uzņēmumā, kas veicina ražošanas paplašināšanos. Tomēr (*Grishins*) uzskata, ka obligācijas kalpo par parādu instrumentu ar aprites termiņu ne ilgāku par 1-3 gadiem, kas ir salīdzinoši īss termiņš aizdevumam, lai gan ir jāatzīmē, ka notiek pakāpeniska obligāciju aizdevumu termiņu palielināšanās.⁴³ Turklāt uzņēmumam nepieciešams ilgstošāks laika posms, lai sagatavotu aizņemto līdzekļu piesaistīšanu – salīdzinājumā ar individuālajiem kredītu darījumiem, un tas ir saistīts ar nepieciešamību veikt obligāciju aizdevumu izlaidumu valstiskās reģistrācijas procedūras, kā arī ar sagatavošanas darbu ar potenciālajiem investoriem. *Бернстайн* piebilst, ka papildus priekšrocība ir finansēšanas avotu diversifikācija pēc instrumentiem, procentiem, termiņiem, kā arī riskiem, kas paplašina parādu portfeļa vadības iespējas ar nolūku palielināt parādu likviditāti un samazināt izmaksas par aizņemto līdzekļu piesaistīšanu.⁴⁴ Turklāt uzņēmumiem, kas izlēmuši emitēt obligācijas, svarīgs faktors ir arī tas, ka emitentu finansē viss tirgus, nevis viena

⁴²Saulietis A. un Kokorevičs G. "Obligāciju ekonomiskā un juridiskā daba", Skaidrojumi un Viedokļi, N.50, 2013, lpp.8.

⁴³Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs G. un Krūtainis M. "No idejas līdz panākumiem", Rīga, SIA "Lietišķās informācijas dienests", N.5, 2009., lpp.24-25.

⁴⁴ Бернстайн У. "Разумное распределение активов. Как построить свой портфель с максимальной доходностью и минимальным риском", Москва, Манн, Иванов и Фербер, Н.1, 2012, с.102-103

konkrēta banka. Papildus tam, atkarība no individuāla kreditora samazinās, un samazinās arī risku koncentrācija, kas saistīta ar vienu kreditoru. Tomēr bankai, kas palīdz uzņēmuma obligāciju emisijas gadījumā (ja klients ir vērsies pie bankas pēc palīdzības kā pie konsultanta) ir ievērojami argumenti.⁴⁵ Turklāt alternatīva līdzekļu piesaistīšanas avota esamība, kā arī spēja iztikt bez kredīta var nodrošināt pievilcīgākus bankas kreditēšanas apstākļus. Tomēr, kad uzņēmums emitē obligācijas pirmo reizi, procentu izmaksas ir augstākas, un augstāki ir arī tēriņi par finanšu vidutāju salīdzinājumā ar līmeni, ko nosaka risku lielums, kas attiecas uz emitentu. Tomēr emisijas gadījumā emitents nodrošina informācijas par uzņēmuma riskiem atklāšanu, attiecīgi, kreditoriem ir iespēja labāk novērtēt iespējamās problēmas, kas saistītas ar uzņēmumu, kurš emitē obligācijas. Svarīgi ir atzīmēt, ka zemākas procentu likmes ir pieejamas gadījumā, ja emitenta obligāciju tirgus ir likvīds. Tomēr, pat ja tirgus ir ne pārāk likvīds, emitentam tik un tā ir iespēja saņemt zemākas procentu likmes aizņemto naudas resursu piesaistīšanai, jo emitents vērsīsies pēc aizdevumiem ne pie vairākām bankām – kreditoriem, bet pie visa tirgus kopumā. Pateicoties tam, ka uzņēmums vērsas pie visa tirgus kā pie kreditora, rodas uzņēmuma un tā preču zīmju mārketinga slēpts kanāls. Nobeigumā var piebilst, ka gadījumā, kad uzņēmums izlemj emitēt obligācijas, tam tiek pievērsta pastiprināta uzmanība no ārējā tirgus puses. Investori, kas ir ieinteresēti ieguldīto līdzekļu atgūšanā, reaģēs uz uzņēmuma darbības rezultātiem.⁴⁶ Acīmredzams, ka emitenta risku palielināšanās ietekmēs investorus, izraisot uzņēmuma obligāciju pārdošanu, procentuālo izmaksu pieaugumu, aizdevuma termiņu saīsināšanu, finanšu produktu likviditātes pasliktināšanos utt. Lai no tā izvairītos, emitents tieksies izdarīt visu iespējamo, pieņemot pārdomātus lēmumus, kas vērsti uz to, lai uzturētu tirgus pozitīvu viedokli par uzņēmuma attīstību un finansiālo stāvokli. Tomēr *Saulietis* uzskata, ka informācijas publiska atklāšana par emitentu pieprasa papildus izmaksas, kas saistītas ar informācijas atklāšanu.⁴⁷ Papildus tam, (*Grišins*) arī piebilst, ka obligāciju aizdevumiem ir augstākas regulatīvās izmaksas salīdzinājumā ar citiem parādu finanšu instrumentiem. Emitents ir spiests samaksāt nodokli par operācijām ar

⁴⁵ Уилсон Р. и Фабоцци Ф. “Корпоративные облигации структура и анализ”, Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.1, 2005, с.41-42

⁴⁶ Гушин В. и Овчинников А. “Инвестиционное право”, Учебник, Москва, Н.2, 2014, с.136-138

⁴⁷ Saulietis A. un Kokorevičs G. “Obligāciju ekonomiskā un juridiskā daba”, Skaidrojumi un Viedokļi, N.50, 2013, lpp.9.

vērtspārīriem, atšķirībā no bankas kredītiem.⁴⁸ Turklāt papildus izmaksas iekļauj sevī izmaksas, kas saistītas ar plānojamās emisijas sagatavošanu, izvietojšanu un apkalpošanu.

1.4. Bankas aizņēmums jeb kredīts

Kredīta un kredīta attiecību izcelsme sakņojas dziļā senatnē.⁴⁹ Pašos pirmsākumos ar nolūku novērst badu starp kopienām izveidojās īpašas ekonomiskās attiecības, kuru rezultātā kaimiņu kopiena tika nodrošināta ar kopienas darba produktu daļu, kas tika dota uz parāda. Tas nozīmēja kredīta rašanos un sabiedrības pirmatnējo kredīta attiecību izveidošanos. “*Kapitālā*” kredīts tiek raksturots kā ekonomikas aizdevu kapitāls.⁵⁰ Patiešām, bankās tiek koncentrēti atsevišķu ieguldītāju līdzekļi, kas tiek apvienoti milzīgā naudas masā, kas veido bankas kapitālu. Padomju ekonomists (*Помеюдеп*) raksturoja kredītu kā sabiedrības pagaidu brīvo naudas līdzekļu akumulāciju un pārsadalīšanu, lai stimulētu uzņēmumu pamata un apgrozījuma fondu apriti.⁵¹ Šī definīcija akcentē kredīta mikroekonomisko nozīmīgumu, kreditējot atsevišķas ekonomiskās struktūras. Mūsdienu amerikāņu un Eiropas ekonomisti aplūko kredītu kā preces un naudu, kas tiek sniegta uz parāda.⁵² Lai gan šāda definīcija ir vienkārša un pieejama, tā ir virspusējs uzskats par kredītu, tā kā tajā nav atspoguļotas kredīta raksturīgās īpašības, kas saskatāmas tikai uz ekonomikas kopējā fona.

⁴⁸Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs G. un Krūtainis M. “No idejas līdz panākumiem”, Rīga, SIA “Lietišķās informācijas dienests”, N.5, 2009., lpp.148-149.

⁴⁹Челноков В. “Кредит: сущность, функции и роль”, Деньги и Кредит, Н.5, 2012, с.74
Pieejams: http://xn--80ablwmcepr1b.xn--p1ai/publ/MoneyAndCredit/chelnokov_05_12.pdf

⁵⁰Marx K. un Engels F. “Capital”, Moscow, Foreign Languages Publishing House, 1954, p.770

⁵¹Ротлейдер А. “Денежное обращение и кредит СССР”, Финансы и статистика, Москва, 1985, с.156

⁵²Лаврушина О. “Деньги, Кредит, Банки”, Москва, Кнорус, Н.9, 2010, p.229

Saskaņā ar (*Антонова*), pastāv dažādas kredīta formas⁵³:

- bankas;
- komerciālais;
- valsts;
- patērētāju;
- līzinga;
- faktoringa;
- hipotekārais;
- starptautiskais.

Svarīgi ir atzīmēt, ka kredīta formu klasifikācija tiek īstenota atkarībā no: reproducēšanas stadijas, kurā radās nepieciešamība pēc kredīta; kredītēšanas objektiem; nodrošināšanas veida (garantijām vai trešo personu galvojumiem, apdrošināšanas līguma); termiņiem (īstermiņa, ilgtermiņa).⁵⁴ (*Соломин*) apgalvo, ka bankas kredīta forma ir vizizplatītākā forma, kuras ietvaros tiek pārsadalīts visnozīmīgākais kredītresursu apjoms.⁵⁵ Bankas kredīts ir aizņēmuma kapitāla kustība, ko bankas izsniedz kā aizdevumu par samaksu, pamatojoties uz steidzamības, izmaksu, atmaksas, nodrošinājuma apstākļiem. Parasti bankas kredīts tiek nodrošināts dažādu uzdevumu risināšanai, tādu kā pamata kapitāla palielināšana, gatavās produkcijas un preču krājumu uzkrāšana, klientu patērētāju vajadzību apmierināšana, kā arī valsts īpašuma izpirkšana.

Kredīta formu klasifikācija

Pie galvenajiem kredītēšanas principiem attiecas atgriešanas steidzīgums, diferencēšana, nodrošinājums un atmaksa. Kredītēšanas steidzīgums ir kredīta atgriešanas sasniegšanas nepieciešamā forma. Turklāt steidzīguma princips paredz, ka kredītu ir nevis vienkārši jāatgriež, bet jāizmaksā līdz stingri norunātam termiņam. Kas attiecas uz kredītēšanas diferencēšanu, dotajā gadījumā bankām nav jāattiecas viennozīmīgi pret kredīta izsniegšanu saviem klientiem. Tāpēc kredīta diferencēšanai ir jābūt īstenotai, pamatojoties uz uzņēmuma kredītpēju, kas iekļauj sevī uzņēmuma finansiālo stāvokli, kas dod pārliecību un iespēju uzņēmumam atgriezt kredītu bankas noteiktajā termiņā.⁵⁶ Kredīta nodrošinājuma princips

⁵³ Антонова, Л. “Формы кредита: учебное пособие”, 2013, с.1

Pieejams:<http://economy.bsu.by/wpcontent/uploads/2015/01>

⁵⁴ Шевчук, Д “Бизнес-кредит: технологии получения”, Москва, 2017, с.11

⁵⁵ Соломин С. “Банковский кредит: проблемы теории и практики”, Москва, Юстиц информ, 2009, с.69

⁵⁶ Короткова Ю. “Финансы, деньги, кредит”, Шпаргалка, Москва, 2016

paredz, ka bankām ir iespēja izsniegt saviem klientiem kredītus, pamatojoties uz dažādām kredīta atmaksas nodrošināšanas formām. Kredīta nodrošināšanas svarīgākās formas, kas tiek plaši praktizētas Amerikā un pieņemtas Eiropas bankās, ir ķīla, garantija, galvojumi, kredītriska apdrošināšana. Nākamais princips ir kredīta atmaksas princips, kurš nozīmē, ka katram aizņēmējam ir jāiemaksā bankā noteikta summa par laicīgu aizņemšanos no bankas naudas līdzekļus savām vajadzībām. Dotā mehānisma realizēšana banku praksē tiek īstenota ar bankas procenta mehānismu.⁵⁷

Banku kredītus parasti īsteno emitents, pamatojoties uz sindicēto kredītu liela apjoma aizdevumiem vai uz divpusējo pamatojumu mazākām un nekonkrētām vajadzībām. Gan sindicētie, gan arī divpusējie kredīti joprojām ir korporatīvās finansēšanas svarīga daļa, it īpaši priekš mazās un vidējās uzņēmējdarbības, kurai piekļuve kapitāla tirgiem ir grūtāka. Banku kredīti piedāvā galvenokārt finansēšanu ar mainīgu procentu likmi. Finansēšana ar fiksētu procentu likmi arī ir pieejama, bet retāk. Obligāciju tirgus piedāvā ilgākus finansēšanas periodus nekā banku sistēma. Banku kredītu dzēšanas termiņi ir īsāki nekā aizņemtā kapitāla tirgus termiņi un parasti netiek attiecināti uz 5 gadiem, un, galarezultātā uz 7 gadiem uz nenodrošināta pamatojuma. Sindikācijas process, kā arī dokumentu apgrozības process acīmredzami ir ilgāks nekā tie procesi, kas attiecināmi uz obligāciju tirgiem. Tomēr banku kredīti var būt noderīgi instrumenti likviditātes īstermiņa vajadzību vadībā.⁵⁸

⁵⁷Шевчук Д. “Бизнес-кредит: технологии получения”, Москва, 2017, с.96

⁵⁸Ferreira M. un Matos “Universal Banks and Corporate Control: Evidence from the Global Syndicated Loan Market”, e-resurs-EBSCOhost, Review Of Financial Studies, N.9,2012, p.2705-2707

1.5.att. Kredītu veidi

Dīvpusējs kredīts	<ul style="list-style-type: none">• kredīta veids, kurā kreditors tiešā veidā nodrošina aizņēmējam naudas līdzekļus pagaidu lietošanai
Sindicētais kredīts	<ul style="list-style-type: none">• kredīts, ko izsniedz banku grupa (sindikāts), parasti tiek izsniegtas ievērojamas summas
Konsorciālais kredīts	<ul style="list-style-type: none">• kredīta veids ir analogisks sindicētajam kredīta veidam. Atšķirība ir tāda, ka pastāv 2 vai vairāk organizatori un kredīta kopīgie vadītāji.
Dalībnieku (sadales) kredīts	<ul style="list-style-type: none">• dotajā kredīta veidā par aizņēmēju kļūst banka, bet par kreditoru - jebkurš tās potenciālais akcionārs
Subordinētais kredīts	<ul style="list-style-type: none">• tas ir kredītiestādes piesaistītais nenodrošinātais kredīts (aizdevums, depozīts), ko nodrošina juridiska persona
«Spoguļveida kredīts»	<ul style="list-style-type: none">• kredīta nodrošināšana ar trešās bankas palīdzību, kurā sākotnējais kreditors finansē par jaunu oficiālo kreditoru ar noteikumiem, kas pilnībā atbilst vienošanās starp oficiālo kreditoru un reālo aizdevēju spoguļattēlam

Avots: autores veidots attēls, izmantojot Белоглазова

Kredīta atmaksas plāns

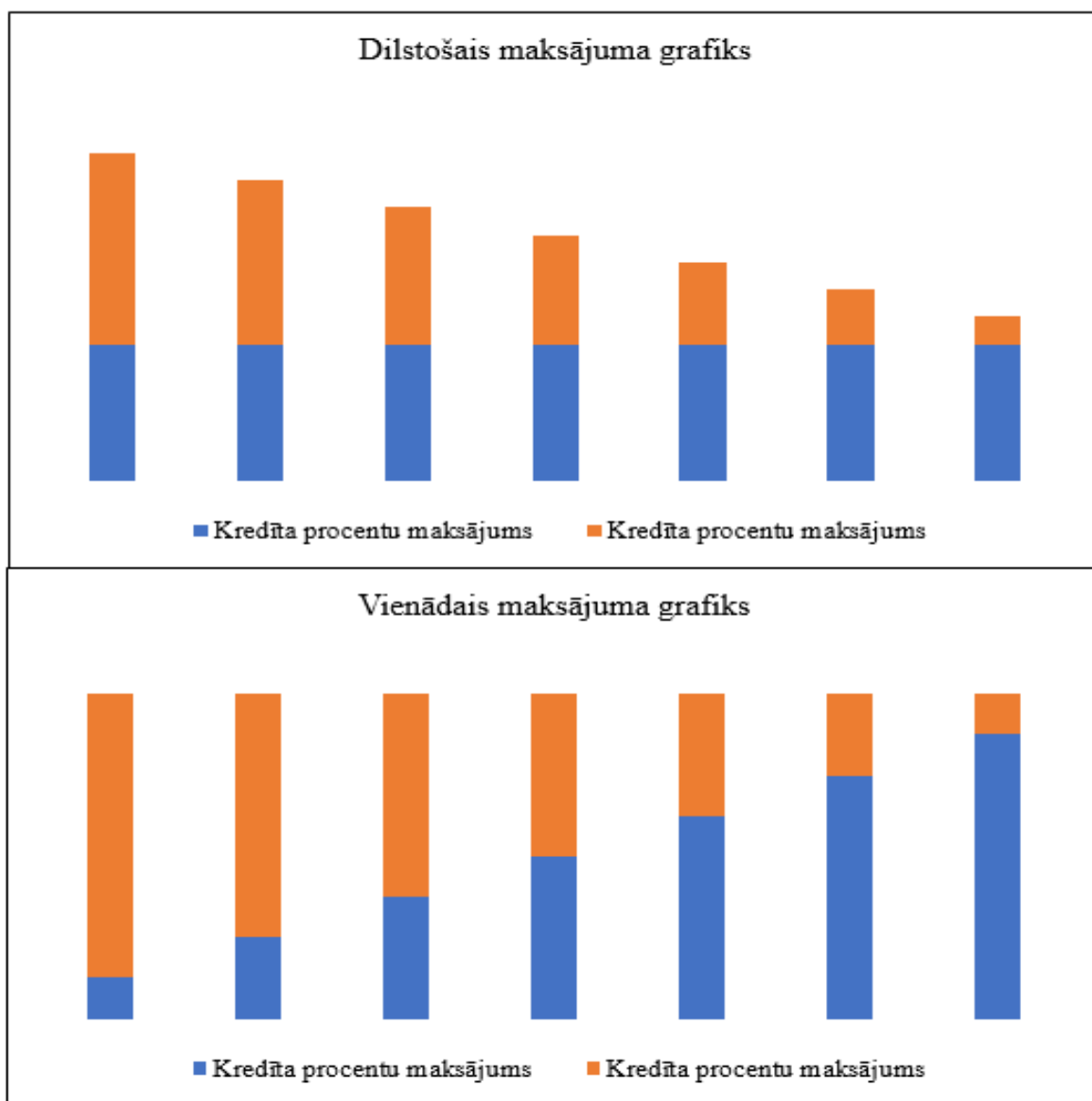
Līgumā paredz kredīta atmaksas plānu, nosakot pakāpenisku kredīta dzēšanu vai kredīta pamatsummas vienreizēju dzēšanu kredīta termiņa beigās, ja nepārprotami pierādīts, ka klientam būs atbilstoši kredīta atmaksas avoti. Kopuma bankas var piedāvāt šādu kredītu atmaksas plānus:⁵⁹

- **Dilstošais maksājuma grafiks** – izvēloties šo maksājumu, katru mēnesi tiks dzēsta vienāda summa no kredīta pamatsummas atlikuma plus procenti. Pirmie kredīta maksājumi būs lielāki nekā izvēloties vienādo maksājumu grafiku (pēc anuitātes metodes), bet pēdējie kredīta maksājumi būs krietni mazāki. Izvēloties šo maksājuma grafiku, mazāk tiek samaksāts procentu maksājumos kopējā termiņā.
- **Vienāda maksājuma grafiks** (pēc anuitātes metodes) – izvēloties šo maksājuma grafiku klients var apzināties, ka procentu likmes maiņas periodā viņam būs viena

⁵⁹Saksonova S. “Kredīts, tā veidi. Kredīta atmaksas paņēmieni”, e-resurss-profizgl.lu.lv, 2010
Pieejams: <http://profizgl.lu.lv/mod/book/view.php?id=20019&chapterid=4657>

konkrēta maksājuma summa, kas katru mēnesi būs nemainīga. Šo maksājumu ieteicams izvēlēties, ja vēlaties, lai maksājuma summa paliek nemainīga. Bet tas ir atkarīgs no procentu likmes maiņas periodā. Maksājums var mainīties reizi trijos mēnešos, tikpat labi tas var mainīties reizi piecos gados. Tas ir atkarīgs no tā, uz cik ilgu laiku klients ir izvēlēties nofiksēt procentu bāzes likmi. (Skatīt 1.6.attēlu)

1.6.att. Kredīta maksājuma veidi



Avots: autores veidots attēls, izmantojot (Saksonova)

Fiksētā procentu likme – tiek noteikta uz ilgāku laika posmu vai pat visu kredīta līguma termiņu, kas pārsvarā ir nemainīga. Fiksētā likme parasti ir augstāka par mainīgo likmi, jo banka tādējādi nodrošinās pret risku, ka naudas tirgū var notikt krasas pārmaiņas.

Mainīgā procentu likme – sastāv no mainīgās starpbanku procentu likmes (EURIBOR, LIBOR) un bankas noteiktās nemainīgās papildu likmes. Starpbanku procentu likmi banka

pārskata pārsvarā ik pēc 3 vai 6 mēnešiem, atkarībā no tā, kādu likmi ir izvēlējis klients. Mainīgā likme ir zemāka par fiksēto likmi, bet tā svārstās saskaņā ar tirgus situāciju ik pēc 3 vai 6 mēnešiem, kas var palielināt (vai gluži pretēji – samazināt) ikmēneša maksājuma apjomu. Pašas bankas noteiktā fiksēta daļa ir atkarīga no konkrētā projekta riska pakāpes, uzņēmuma finansiālā stāvokļa, nodrošinājuma likviditātes un citiem faktoriem.⁶⁰

Kredīta loma

Kā apgalvo (*Челноков*), kredīta loma izpaužas tā funkciju izpildes procesā, un to raksturo četri fundamentālie virzieni⁶¹:

1. kredīts kā banku sistēmas ekonomiskā sastāvdaļa;
2. kredīts kā naudas apgrozījuma mehānisms;
3. kredīts kā valsts antīkrīzes līdzeklis;
4. kredīts kā mūsdienu dzīvesveida līdzeklis.

Mūsdienu banku sistēmas sastāv no diviem līmeņiem – centrālajām un komerciālajām bankām. Centrālās bankas laiž apgrozībā jauno naudu, un uz šī pamata regulē komerciālo banku darbību un atražošanas ciklus. Komerbankas – tās ir kredītiestādes, kas privātā kārtībā izpilda naudas un kredītu operācijas ekonomiskajām struktūrām, finanšu institūcijām, iedzīvotājiem un citiem ekonomikas subjektiem. Svarīgi atzīmēt, ka naudas plūsmai visos ekonomikas segmentos piemīt apļveida virziena iezīme. Tāpēc naudas kredītemisijas galvenais stratēģiskais mērķis ir tās atgriešana centrālajās bankās.⁶² Naudas atgriešana šajās bankās nozīmē aizņēmuma kapitāla cikla noslēgšanos un naudas apgrozījuma organizāciju uz tā pamata. Tas dod iespēju uzturēt salīdzinošu naudas līdzekļu masas nemainīgumu un ierobežot jaunas naudas emisiju un inflāciju. Tieši tāpēc krīžu periodos centrālo banku emisijas potenciāls izvirza tās ekonomikas galveno naudas donoru lomai. Atbilstoši ar valdības antīkrīzes programmām, centrālās bankas sniedz nepieciešamo kredītatbalstu privātām bankām, novēršot to masu bankrotēšanu. Saskaņā ar (*Челноков*), lielo komerciālo banku pieredze industriālajās valstīs

⁶⁰Choudhry M. un Oliver A. "Bank and asset liability management", Singapore, Wiley, 2007, p.52-54

⁶¹Челноков В. "Кредит: сущность, функции и роль", Деньги и кредит, Н.5, 2012, с.75
Pieejams: http://xn--80ablwmcepr1b.xn-p1ai/publ/MoneyAndCredit/chelnokov_05_12.pdf

⁶²Антонова Л. "Формы кредита: учебное пособие", 2013, с.2-3
Pieejams: <http://economy.bsu.by/wpcontent/uploads/2015>

parādīja, ka visievainojamākais to darbības elements ir likviditāte.⁶³ Krīzes periodos tādām bankām rodas “sliktie aktīvi” (neatgrieztie parādi), kas samazina resursus, kas nepieciešami, lai norēķinātos ar ieguldītājiem. Tā rezultātā krīzes situācijās komercbanku likviditāti uztur centrālās bankas ar bezmaksas un lētu kredītu palīdzību, kā arī ar citu ārkārtas valsts pasākumu palīdzību.

Tā kā tirgus ekonomika attīstās patērētājsabiedrības apstākļos, kredīts ir kļuvis par neatņemamu mūsdienu dzīvesveida elementu. Šo elementu sastāvā ietilpst zemes gabali, dzīvojamās ēkas, personīgie transporta līdzekļi un citi sadzīves priekšmeti. Tieši tāpēc banku sistēmu programmu attīstība naudas un kredītu politikas stratēģiskajos virzienos, tajā skaitā naudas apgrozījuma un kreditēšanas organizācijai, kļūst aizvien izplatītākas visā pasaulē.

Bankas aizņēmuma riska analīze

Bankas kredīta risks – tas ir vislielākais un visvienkāršākais risks, ar kuru sastopas bankas, un tas ir pamata risks daudziem citiem finanšu institūciju veidiem.⁶⁴ Publisko uzņēmumu defolta iespējamības atsekošanas jaunās pieejas iekļauj fondu tirgus datu izpēti, tajā pašā laikā kad citās kredītriska novērtēšanas pieejās portfeļa līmenī tiek pielietota matemātiskā un statistiskā modelēšana. Lai novērtētu kredītrisku, analītiķiem nepieciešams ņemt vērā uzņēmuma sarežģīto raksturlielumu virkni – finanšu un vadības, daudzuma un kvalitātes raksturlielumus. Nepieciešams novērtēt uzņēmuma finansiālo stāvokli, noteikt, vai tiek dzēstas parādu saistības uz peļņas un naudas plūsmas rēķina, analizēt aktīvo kvalitāti un izpētīt uzņēmuma likviditāti.⁶⁵ Turklāt analītiķiem ir jāņem vērā jomas, kurām pieder uzņēmums, īpatnības, uzņēmuma statuss jomā un makroekonomisko notikumu potenciālā ietekme (tajā skaitā valstiskie riski, piemēram, politiskā apvērsuma vai valūtas krīzes iespējamība). Maziem tirdzniecības uzņēmumiem kreditēšanas riska pamata faktors ir saistīts ar iedzīvotāju maksātspējas pieprasījuma samazināšanos, kas izraisa konkurences saasināšanos starp

⁶³Челноков В. “Кредит: сущность, функции и роль”, Деньги и Кредит, Н.5, 2012, с.6

Pieejams: http://xn--80ablwmcepr1b.xn-p1ai/publ/MoneyAndCredit/chelnokov_05_12.pdf

⁶⁴Мордвинова Т. “Кредит и Кредитные риски” Нефтегазовая вертикаль, Н.3, 2008, с.80-81

Pieejams: <https://cyberleninka.ru/article/n/kredit-i-kreditnye-riski.pdf>

⁶⁵Мюллер Е. и Миронова В. “Особенности банковского кредитования малого предпринимательства в современной экономике России”, Науковедение, Н.3, 2016, с.3-4

Pieejams: <https://naukovedenie.ru/PDF/144EVN316.pdf>

līdzīgiem uzņēmumiem. Dotais apstākļi izraisa preču apgrozījuma ātruma samazināšanos, un ir sekas uzņēmēju ienākumu samazināšanai.

Turklāt no banku struktūras darbības viedokļa tiek atzīmēti kredītu izsniegšanas riska faktori uzņēmumiem, kas iekļauj sevī mazā un vidējā biznesa garantēta valstiskā atbalsta neesamību, biežas problēmas ar mazo un vidējo uzņēmumu vadītāju juridisko un ekonomisko izglītību, kā arī mazās uzņēmējdarbības subjektu aizņēmumu likvīdu faktisku neesamību.

Papildus dažādiem riskiem, kas saistīti ar banku kredītiem, tiem piemīt arī dažādas priekšrocības, kā arī trūkumi. Daudzu autoru (*Шамин, Фролова, Мельников*) viedokļi atšķiras par to, vai bankas aizdevumam piemīt vairāk priekšrocību vai trūkumu. Svarīgi ir atzīmēt, ka daudzi faktori ir atkarīgi no labvēlīgiem noteikumiem konkrētā momentā, kuru ietekmē tiek noformēts aizdevums. Kā uzskata *Мельников*, galvenā kreditēšanas priekšrocība ir kreditēšanas shēmas izvēles plašās iespējas, kā arī salīdzinoši elastīgie noteikumi aizņēmuma līdzekļu nodrošināšanai attiecībā pret pastāvīgiem klientiem, bet kredītu nodrošināšanas un dzēšanas noteikumi var tikt mainīti.⁶⁶ *Шамин, Фролова* un *Зубренкова* atzīmē, ka bankas aizdevums iekļauj salīdzinoši nelielās līdzekļu un laika izmaksas tā piesaistīšanai. Svarīgi ir piebilst, ka liela bankas kredīta piesaistīšana aizņem apmēram no 2 nedēļām līdz 2 mēnešiem.⁶⁷ Viņi uzskata, ka dotā procedūra tiek īstenota daudz ātrāk nekā obligāciju emitēšana, turklāt aizņemtie līdzekļi netiek aplikti ar nodokli. Turklāt nevar neatzīmēt, ka konfidencialitāte un stingru prasību pret uzņēmuma un tā darbības informācijas atklāšanu neesamība ir vēl viena bankas kredīta priekšrocība. Tomēr *Соломин* uzskaita arī kreditēšanas būtiskus trūkumus.⁶⁸ Pirmkārt, tas ir finanšu stabilitātes samazināšanās risks, un kā sekas tam – uzņēmuma maksātspējas samazināšanās. Turklāt uzņēmums var sadurties ar nozīmīgām grūtībām lielu summu noformēšanā uz ilgstošu termiņu (mūsdienā sarežģītajos apstākļos vairākumam uzņēmumu kredīta termiņš bieži nepārsniedz pat 3 gadus). Nevar neatzīmēt, ka pastāv arī pārlietu lielā aizņemto resursu cena, tomēr, jo lielāks ir aizdevuma apjoms, jo zemāka var būt procentu likme. Un pēdējais, viens no visbūtiskākajiem trūkumiem ir tāds, ka pastāv ļoti liels risks saņemt atteikumu kredīta noformēšanai no bankas, jo dažādu ekonomisko problēmu

⁶⁶Мельников Р. “Экономическая оценка инвестиций”, Издательство Проспект, Москва, N1, 2014, с.63

⁶⁷Шамин А., Фролова О. и Зубренкова О. “Финансовый менеджмент: Учебное пособие для высшего профессионального образования”, Scientific magazine “Kontsep”, Москва, N.1, 2011, с.44

⁶⁸Соломин С. “Банковский кредит: проблемы теории и практики”, Юстиц информ, Москва, 2009

rezultātā daudziem uzņēmumiem ir ievērojami pasliktinājušies rādītāji, kuriem pievērš uzmanību finanšu un kredītu institūcijas.

Bankas kredīta salīdzināšana ar obligāciju emisiju

Kā apgalvo *Grišins*, bankas kredītam un obligāciju emisijai ir virkne līdzīgu raksturiezīmju (Skatīt 1.6.tabulu), pamatojoties uz kurām, šie divi finansēšanas veidi var tikt salīdzināti.⁶⁹ Par pirmo punktu kalpo (1.) līdzekļu piesaistīšanas **termiņš** aizņēmējam. Termiņš, uz kuru uzņēmumam tiek izsniegts kredīts, parasti ir ierobežots ar bankas kredītu politikas prasībām, un vidēji var sastādīt no 2 līdz 5 gadiem. Tomēr obligāciju emisijas gadījumā saistībā ar to, ka vienā emisijas prospektā var būt izvietoti vairāki obligāciju izlaidumi, izvietošanas termiņš var sastādīt neierobežotu daudzumu dienu. Kā nākamais kritērijs ir (2.) aizdevuma izmaksu **periodiskums**. Kredīta gadījumā aizņēmējs izmaksā procentus ne retāk par vienu reizi mēnesī. Tomēr diskonta obligāciju gadījumā procents tiek izmaksāts tikai obligāciju dzēšanas momentā, un kuponu obligāciju gadījumā kreditors saņem savus procentus kuponu dzēšanas momentā, kas parasti notiek 1 reizi ceturksnī, bet emitentam ir tiesības pašam uzstādīt dotos ierobežojumus. Nepieciešams arī atzīmēt, ka nominālā obligāciju vērtība tiek izmaksāta tikai obligācijas dzēšanas momentā. Kas attiecas uz **piesaistīto resursu vērtību** (3.), tad kredītu procentu likmi parasti nosaka banka un tā ir pilnīgi atkarīga no bankas kredītu politikas. Turklāt bankai ir tiesības pārskatīt likmi jebkuram spēkā esošajam kredītam, un tas tiek parasti norādīts kredīta līgumā. Diskonta obligāciju emisijas gadījumā cenas likme tiek noteikta tikai vienu reizi, pirmo reizi izvietojot obligācijas, un ir atkarīga no obligāciju realizācijas cenas. Turklāt piesaistīto līdzekļu vērtība var tikt koriģēta, tikai dzēšot obligācijas pirms termiņa pēc emitenta ieskatiem. Kuponu obligāciju gadījumā aizdevuma sākotnējā likme tiek noteikta pirmās izvietošanas laikā un ir atkarīga no obligāciju realizācijas cenas un kupona likmes, ko noteicis emitents. Tomēr, tā kā kuponu izmaksa notiek vairākas reizes (atkarībā no kupona perioda ilguma un dzēšanas termiņa), tad aizdevuma summārā vērtība tiek aprēķināta, ņemot vērā visu kuponu procentus un obligāciju izvietošanas cenu. Vēl viens kritērijs ir (4.) **kreditoru pārskaitījumu periodiskums**. Gadījumā, ja uzņēmums ir izlēmis ņemt kredītu bankā, ir iespējama kredīta summas pārskaitīšana vairākos etapos. Tomēr emitējot obligācijas, parasti

⁶⁹Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs Ģ. un Krūtainis M. "No idejas līdz panākumiem", Rīga, SIA "Lietišķās informācijas dienests", N.5, 2009., lpp.152.

obligāciju sākotnējā izvietošana notiek ar tranšiem, kuru dzēšanas periodiskumu un termiņu ilgumu patstāvīgi nosaka emitents atkarībā no savām vajadzībām. Kā nākamais punkts ir (5.) **nodokļu piemērošanas režīms**. Procentus no kredīta aizņēmējs iekļauj savas produkcijas pašizmaksā robežās, kas atrunātas normatīvajos dokumentos. Emitējot obligācijas, saskaņā ar Latvijas Republikas Ministru kabineta noteikumiem, kas stājās spēkā 01.01.2018., uzņēmumi, kas reģistrēti Latvijā, maksā nodokli 20% apmērā no kupona summas, kā arī 20% apmērā no starpības starp dzēšanas cenu un sākotnējās izvietošanas cenu. Nākamais salīdzināšanas punkts ir (6.) **līdzekļu atmaksāšanas ķīlas vai garantiju esamība aizņēmējam**. Ja uzņēmums ir izvēlēties ņemt kredītu, šādā gadījumā tiek izmantots kredīta un tā procentu atbēšanas garantēšanas viss mehānismu spektrs. Tomēr obligāciju emisijas gadījumā, lai garantētu obligāciju līdzekļu atgūšanu, var būt izmantotas visas iespējamās apķīlāšanas formas. Īpaši jāatzīmē, ka aizņēmēja maksātspējas gadījumā attiecībā pret kreditoriem vairāk prioritāri ir saistību īpašnieki (tajā skaitā obligāciju īpašnieki), kas nodrošināti ar ķīlu. Vēl viens salīdzināšanas punkts ir (7.) **papildus izmaksu, kas saistītas ar aizdevuma iegūšanu, esamība**. Noformējot kredītu, papildus izmaksas iekļauj notāra pakalpojumu nomaksu, tomēr tās nav obligātas un ir atkarīgas no Bankas prasībām. Gadījumā, ja uzņēmums ir nolēmis organizēt obligāciju emisiju, uzņēmums apmaksā nodevu atbilstoši Latvijas Republikas likumdošanai. Turklāt, ja emitents plāno izmantot Bankas pakalpojumus emisijas organizēšanai, emitents apmaksā Bankas pakalpojumus saskaņā ar līgumu. Turklāt emitentam ir jānomaksā nodevas Biržai, lai obligācijas tiktu reģistrētas kotēšanai. Noslēdzošais salīdzināšanas punkts ir (8.) **iespējamie ierobežojumi**, kas saistīti ar bankas kredīta vai emisijas īstenošanu. Pirmajā variantā būtisku ierobežojumu nav, jo Bankas pieeja katram klientam ir parasti individuāla. Kas attiecas uz atļauju emitēt obligācijas, galvenie ierobežojumi ir tādi, ka uzņēmumam ir jābūt apmaksātam pamatkapitālam, reģistrētai iepriekšējai obligāciju emisijai vienas sērijas ietvaros, kā arī summārā nominālā visu apgrozībā esošo (nedzēsto) obligāciju vērtība nedrīkst pārsniegt uzņēmuma pamatkapitāla vērtību.

Kredīta un Obligācijas salīdzinājums

Salīdzināšanas parametri	Kredīts	Diskonta (bezprocentu) obligācijas	Kuponu (procentu) obligācijas
1. Līdzekļu piesaistīšanas termiņš aizņēmējam	Ierobežots termiņš	Termiņš var būt salīdzinoši ilgs, bet ne bezgalīgs	
2. Aizdevuma izmaksu periodiskums	Ne retāk par vienu reizi mēnesī	Obligāciju dzēšanas momentā	Procentuālos ienākumus izmaksā kuponu dzēšanas momentā, un nominālo vērtību – obligācijas dzēšanas momentā
3. Piesaistīto resursu vērtība	Procentuālo likmi nosaka banka un tā var tikt mainīta	Cenas likme tiek noteikta sākotnējā obligāciju izvietošanas momentā, un to var koriģēt tikai, dzēšot obligācijas pirms termiņa	Sākotnējā cenas likme tiek noteikta sākotnējās izvietošanas momentā un ir atkarīga no diviem faktoriem: obligāciju realizācijas cenas un emitenta apstiprinātās kupona likmes
4. Kreditoru pārskaitījumu periodiskums aizņēmējam (emitentam)	Iespējama kredīta summas pārskaitīšana vairākos etapos	Obligāciju sākotnējā izvietošana notiek pa daļām, termiņus var noteikt emitents	
5. Nodokļu piemērošanas režīms	Procenti tiek atrunāti līgumā	20% no starpības starp izvietošanas un dzēšanas cenu	20% no kupona summas
6. Ķīlas esamība aizņēmējam līdzekļu atmaksāšanas nodrošināšanai	Kredīta atmaksāšanas garantijas mehānismu pilns spektrs	Līdzekļu atgriešanas garantēšanai tiek izmantotas visas apķīlāšanas formas	
7. Papildus izmaksu, kas saistītas ar aizdevuma iegūšanu, esamība	Notāra pakalpojumu apmaksa	1) Valsts nodeva atbilstoši likumdošanai 2) Bankas pakalpojumu emisijas organizēšanā apmaksa 3) Biržas nodeva	
8. Pastāvošie ierobežojumi obligāciju izlaišanai (kredīta iegūšanai)	Nav izteiktu ierobežojumu	1) Nomaksāts pamatkapitāls 2) Reģistrēta iepriekšējā atskaite par obligāciju izlaišanu 3) Visu obligāciju summārā vērtība nepārsniedz uzņēmuma pamatkapitāla vērtību	

Avots: autores veidota tabula, izmantojot Grišins

Pamatojoties uz augstāk veikto analīzi un datiem, kas atspoguļoti tabulā, nevar kategoriski noteikt, ka viens no iespējamajiem aizņēmumu līdzekļu veidiem ir izdevīgāks nekā cits. Viss ir atkarīgs no uzņēmumu parametriem, no to lieluma, finanšu rādītājiem, kā arī līdzekļu apjoma, ko ir plānots piesaistīt. Katrai metodei ir savas priekšrocības, kā arī trūkumi, un tie ir tieši atkarīgi no aizdevuma lieluma, ko uzņēmums plāno piesaistīt.

Pamatojoties uz šajā nodaļā veikto literatūras referatīvo analīzi, autore nonāca pie šādiem secinājumiem:

- 1) Ja uzņēmumam nepieciešama savas darbības papildus finansēšana, piesaistot ārējos līdzekļus, uzņēmums var vai nu noformēt kredītu bankā, vai veikt obligāciju emisiju.
- 2) Ar nolūku iegūt papildus finansējumu, uzņēmumi attīstošās valstīs dod priekšroku bankas kreditēšanai, tajā pašā laikā kā attīstītās valstīs uzņēmumi īsteno obligāciju emisiju.
- 3) Korporatīvo obligāciju izlaišana dod iespēju iegūt līdzekļus ar izdevīgākiem noteikumiem, nekā noformējot kredītu. Tomēr obligācijas ir izdevīgas tikai gadījumā, kad aizņēmuma summa ir liela.
- 4) Obligācijas var būt dažādu veidu, tiem var būt dažāda izvietojuma struktūra, kā arī termiņš, uz kādu tās tika izlaistas. Obligācijām var arī būt dažāda dzēšanas struktūra, kā arī dažāds ienesīguma procents un dažādas dotā ienesīguma izmaksas formas.
- 5) Galvenā obligāciju priekšrocība ir tāda, ka emitents var izrīkoties ar iegūtajiem līdzekļiem ilgstošā laika posmā, aprobežojoties tikai ar procentu ienākuma izmaksām, kā arī emitentam ir tiesības pašam uzstādīt visizdevīgākos tam noteikumus.
- 6) Galvenie obligāciju trūkumi ir tādi, ka emisijas sagatavošana parasti aizņem no 4-6 mēnešiem, un izmaksu procenti parasti ir augstāki nekā bankas kredītu gadījumā. Turklāt emitenta finanšu atskaitēm ir jābūt auditētām pēc starptautiskajiem standartiem, un uzņēmumam ir jābūt pārliecinātam par savu finansiālo stabilitāti visā obligāciju izlaiduma termiņa laikā.
- 7) Pastāv dažādas kredīta formas, turklāt kredīti atšķiras pēc procentu likmēm, izdošanas un izmaksas termiņiem, kā arī riskiem.
- 8) Galvenā bankas kreditēšanas priekšrocība attiecībā pret obligācijām ir tāda, ka kredītu var noformēt īsākā laika posmā, un procentuālā likme ir atkarīga no aizdevuma apjoma – jo tas ir augstāks, jo zemāka procentuālā likme.
- 9) Galvenais kredīta trūkums ir tāds, ka kredītu ir jānoformē pret ķīlu, kura vērtība parasti pārsniedz kredīta summu divas reizes. Turklāt kredīta summu parasti ir jādzēš vienu reizi mēnesī, kas uzņēmumam nozīmē ievērojamu līdzekļu izmaksu gadījumā, ja kredīts ir liels.

2. LATVIJAS UN EIROPAS PARADU VĒRTSPAPĪRU TIRGUS ANALĪZE

Šajā darba daļā tiks veikta Eiropas un Latvijas korporatīvo tirgus analīze, sākot ar uzņēmumu, kas ir korporatīvo obligāciju izlaišanas līderi, apskata, un beidzot ar divu tirgu emisijas apjoma novērtējumu. Dotā darba daļa ir iedalīta sekojošajās sadaļās: (1) Eiropas korporatīvo obligāciju evolūcija un tirgus patreizējā situācija; (2) Korporatīvo obligāciju Latvijā apjoms un detalizēta izpēte.

2.1. Korporatīvo obligāciju tirgus evolūcija Eiropā

Gandrīz visās Centrālās un Austrumeiropas valstīs ir vietējie korporatīvo obligāciju tirgi. Tie paliek nenozīmīgi apjoma ziņā, uzņēmumu, kas emitē obligācijas, vērtības un daudzuma ziņā. Tomēr daudziem emitentiem tie ir pirmā iespēja piekļuvei obligāciju tirgum. Dažu pēdējo gadu laikā korporatīvo obligāciju izlaišana Eiropā ir ievērojami palielinājusies, ko izraisīja zemās procentu likmes un Korporatīvā sektora vērtspapīru pirkšanas programma (CSPP), ko organizēja Eiropas Centrālā banka.⁷⁰ 2016.gada 8.jūnijā Eirosistēma uzsāka pirkumu īstenošanu savas jaunās korporatīvā sektora vērtspapīru pirkšanas programmas (CSPP) ietvaros. Svarīgi ir piezīmēt, ka CSPP ir vērsta uz ES reālās ekonomikas finansēšanas apstākļu turpmāku nostiprināšanu. Turklāt CSPP ir daļa no Eirosistēmas aktīvu pirkšanas programmas (APP), saskaņā ar kuru pirkumi turpinājās līdz 2017.gada oktobra beigām. Tomēr 2017.gada 26.oktobrī ECB Padome nolēma, ka tīrie iepirkumi turpināsies, sākot no 2018.gada janvāra līdz 2018.gada septembra beigām.⁷¹

Parādu vērtspapīru izlaišanas apjoms no 2002.gada līdz 2008.gadam ir palielinājies aptuveni par 1,5 reizēm, un 70% no izaugsmes notika pēc 2008.gada. Tik strauju izaugsmi pēc 2008.gada krīzes var izskaidrot ar tirgus fragmentācijas palielināšanos Eirozonā.⁷² Svarīgi

⁷⁰Commission Expert Group on Corporate Bonds, “Improving European Corporate Bonds Markets”, European Commission, 2017, p.19

Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf

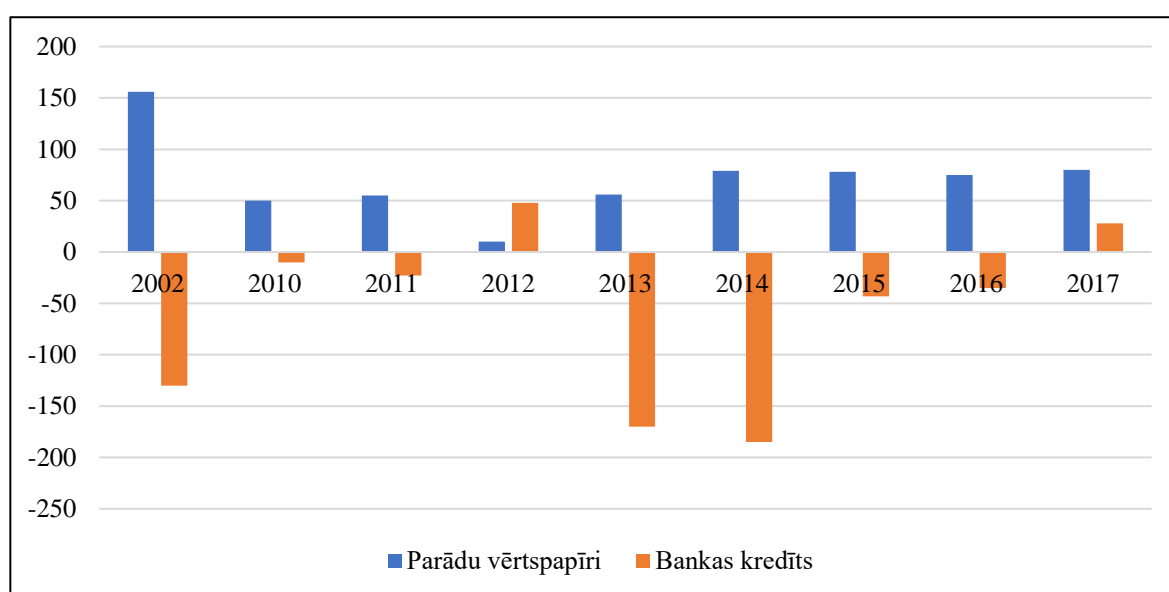
⁷¹www.ecb.europa.eu “Asset purchase programmes” 2018

Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus02.en.pdf

⁷²International Capital Market Association “Economic Importance of the Corporate Bond Markets”, 2013, p.5.

piezīmēt, ka līdz globālās finanšu krīzes iestāšanās Eirozonas korporatīvo obligāciju tirgus arī pakāpeniski integrējās. Tomēr globālā finanšu krīze atcēla šo integrāciju, kas pasliktināja uzņēmumu finansēšanas iespējas vairākās valstīs.⁷³ Laika posmā no 2008.gada līdz 2012.gadam Eiropas obligāciju tirgus spēja kompensēt banku kredītu samazināšanos Eirozonas valstīs. Faktiski, saskaņā ar ECB datiem, kredītu, kas tika izsniegti uzņēmumiem, apjoms ir samazinājies par 536 eiro, tajā pašā laikā kā ilgtermiņa parādu vērtspapīru apjoms šajā laika posmā ir palielinājies par 567 eiro⁷⁴ (skatīt. 2.1.att.). Pēc ECB kvantitatīvās mīkstināšanas programmas (Q3 2014 - Q4 2015), korporatīvo obligāciju tirgus turpināja strauji attīstīties⁷⁵.

2.1.att. Nefinanšu sabiedrībās finansējums (EUR mlj.)



Avots: autores veidots attēls, izmantojot ECB datus

Saskaņā ar statistikas datiem, sešas valstis (Francija, Lielbritānija, Nīderlande, Vācija, Itālija un Luksemburga) sastāda aptuveni 80% no visām Eiropas korporatīvajām obligācijām

Pieejams:<http://file:///C:/Users/Katerina/Downloads/Corporate%20Bond%20Markets%202013.pdf>

⁷³Aizenman J., Jinjark Y., Lee, M., un Park D. "Developing countries' financial vulnerability to the eurozone crisis: an event study of equity and bond markets", Journal Of Economic Policy Reform, e-resurs-EBSCOhost, 2016, p.2

⁷⁴www.sdw.ecb.europa.eu/BankLendingSurvey, 2018

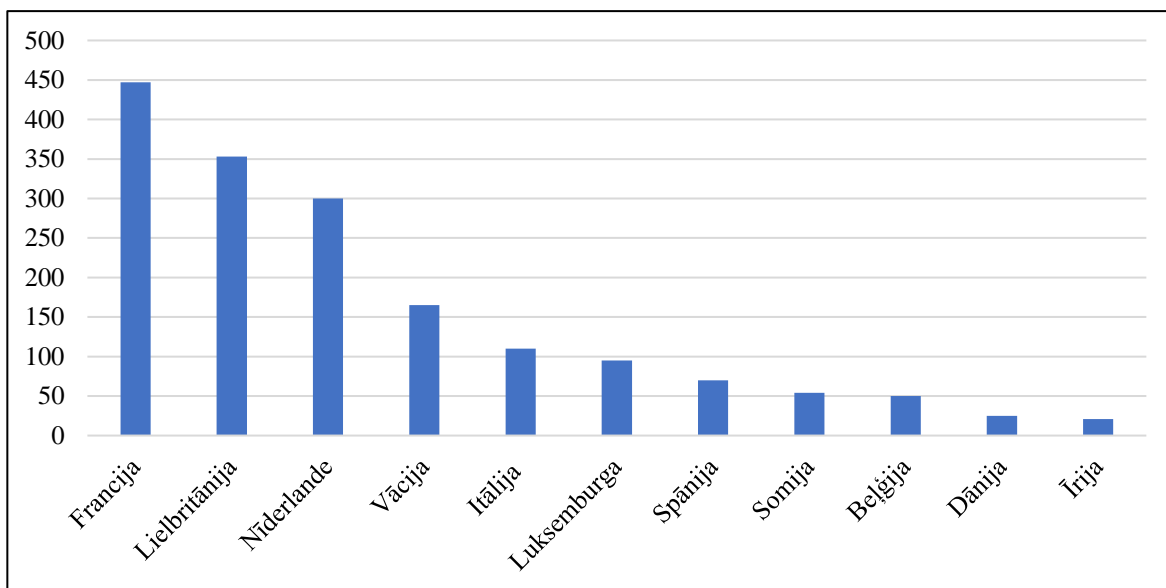
Pieejams:<https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691151>

⁷⁵www.sdw.ecb.europa.eu/DebtSecurities, 2018

Pieejams:<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691433>

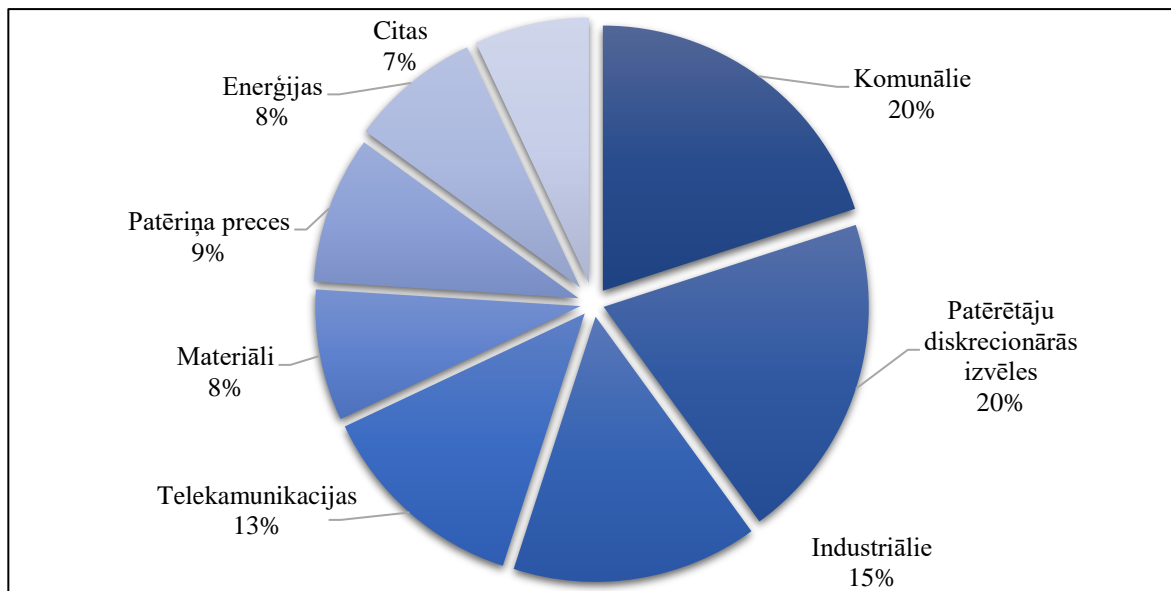
pēc to vērtības. Tādas valstis kā Nīderlande, Itālija un Luksemburga piesaista obligāciju, kas izlaistas uzņēmumos no citām ES valstīm, ievērojamu apjomu. (Skatīt 2.2.att.)

2.2.att. Parādu vērtspapīru sadalījums pa valstīm uz 30.12.2017 (EUR. mlj.)



Avots: autores veidots attēls, izmantojot ECB datus

2.3.att. Korporatīvo parādu vērtspapīru sadalījums pa sektoriem uz 30.12.2017

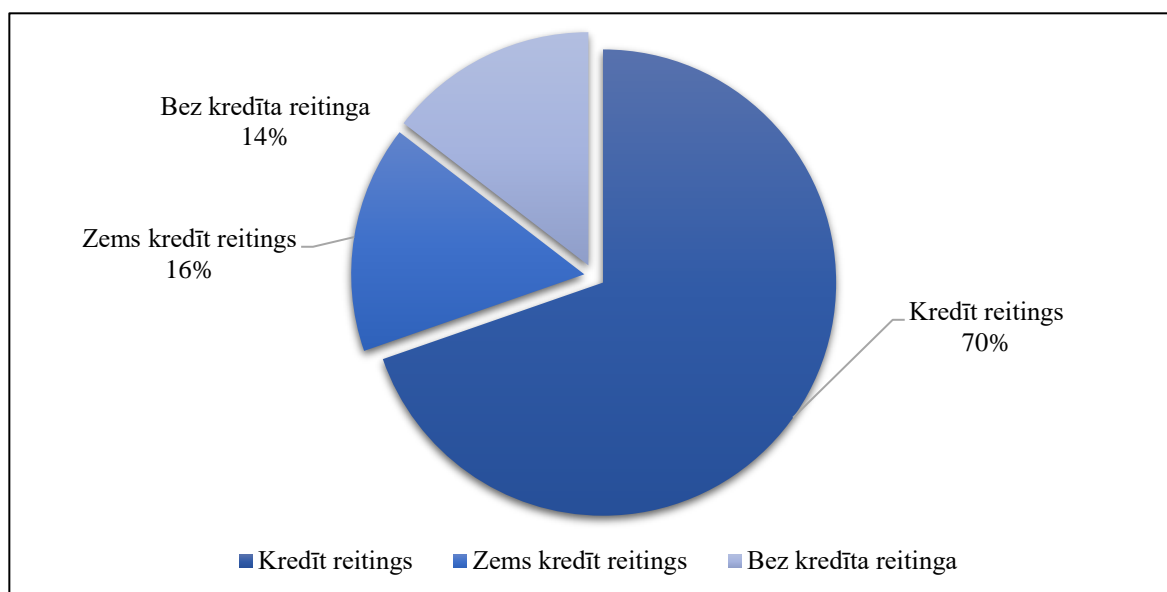


Avots: autores veidots attēls, izmantojot ECB datus

Kas attiecas uz obligāciju reitingu, te ir svarīgi piezīmēt, ka pēdējās desmitgades laikā ir parādījusies ievērojama daudzveidība to emitentu vidū, kas izmanto augstas ienesības obligāciju tirgu. 1980-to gadu beigās augstas ienesības obligācijas parasti ģenerēja daži dalībnieki, un tās zināmā mērā tika izmantotas kompāniju apvienošanas vai pārņemšanas

finansēšanas nolūkos.⁷⁶ Tomēr mūsdienās tirgus ir paplašinājies un iekļauj sevī daudz ievērojami mazāku emitentu ar citādām vajadzībām skaitu.

2.4.att. EU Korporatīvo parādu vērtspapīru sadalījums pēc reitīngā uz 30.12.2017



Avots: autores veidots attēls, izmantojot ECB datus

Korporatīvo obligāciju tirgus pieejamība VMU

Korporatīvo obligāciju tirgus – tas ir vairumtirdzniecības tirgus, pārsvarā orientētais uz vidējiem un lielajiem emitentiem. Lai gan VMU teorētiski var saņemt piekļuvi tirgum, tie ir daudz retāk sastopami emitenti, jo obligāciju izlaišana obligāciju tirgū parasti tiek īstenota lielos apjomos. Lielie uzņēmumi, kas emitē obligācijas, parasti var nodrošināt lielāku publiskās informācijas kopu, nekā mazāki uzņēmumi, un tas atvieglo rūpīgāku (un lētāku) kredīta analīzi investoriem vai potenciālajiem tirgus dalībniekiem.⁷⁷ Vidējais tranša izmērs laika posmā no 2014.gada līdz 2017.gadam Eiropas tirgū bija nedaudz lielāks par 400 miljoniem eiro, tajā pašā

⁷⁶Commission Expert Group on Corporate Bonds, “Improving European Corporate Bonds Markets”, European Commission, 2017, p.13

Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf

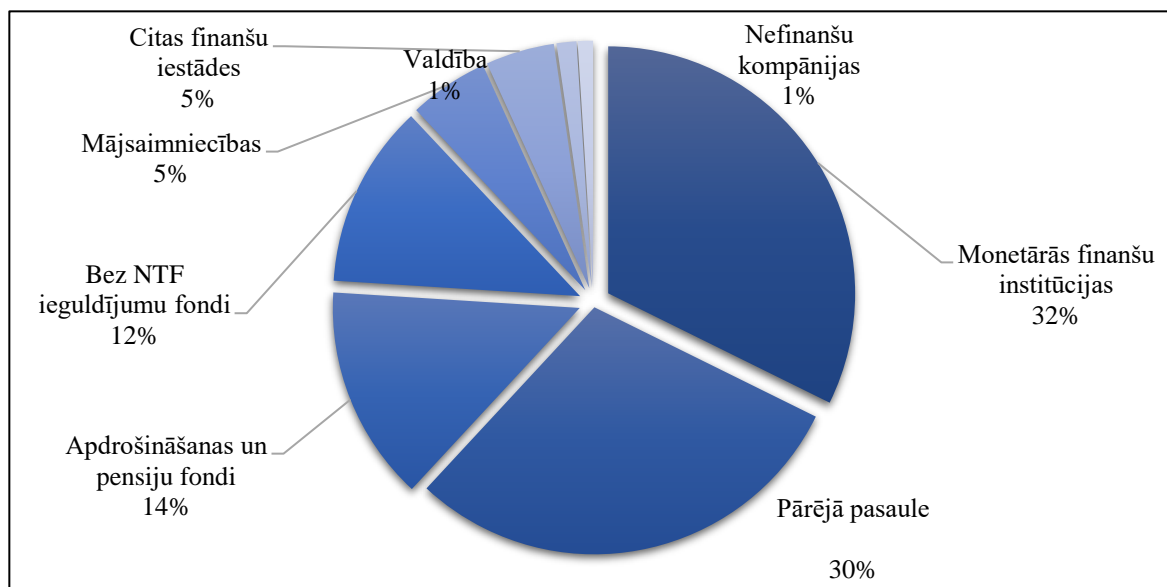
⁷⁷Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds “Analysis of European Corporate Bond Market”, European Commission, 2018, p.10

Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf

laikā kā emisijas ar apjomu zemāku par 50 miljoniem eiro sastādīja aptuveni 11% no kopējā tranšu apjoma, un tranši, kuru apjoms bija zemāks par 25 miljoniem eiro, sastādīja tikai 3%.

Saskaņā ar ECB datiem par situāciju uz 2018.gada 15. martu, monetārās finanšu institūcijas (MFI) bija Eirozonas korporatīvo obligāciju lielākie īpašnieki, un tiem piederēja 32,3% no 8,7 triljonu eiro ilgtermiņa vērtspapīros, ko izlaidušas finanšu un nefinanšu iestādes Eirozonā⁷⁸ (skatīt. 2.5.att.).

2.5.att. EU korporatīvo parādu vērtspapīru turētāji uz 30.12.2017



Avots: autores veidots attēls, izmantojot ECB datus

ECB Eirozonas korporatīvo obligāciju turētāji ar Korporatīvā sektora vērtspapīru pirkumu programmas (CSPP) palīdzību ir iekļauti MFO kategorijā, un sastādīja aptuveni 75 miljardus eiro, kas ir tikai 0,9% no kopējām Eirozonas korporatīvajām obligācijām.⁷⁹ Investori, kas izvietoti ārpus Eirozonas, bija otrā pēc lieluma īpašnieku grupa, kas sastādīja 29,6% no Eirozonas korporatīvajām obligācijām. Apdrošināšanas uzņēmumiem un pensiju fondiem piederēja 14,1%, un nefinanšu fondiem piederēja 12,0% no korporatīvajām Eirozonas obligācijām. Mājsaimniecības un citas finanšu iestādes veica analogiskas korporatīvo obligāciju emisijas Eirozonā atbilstoši 5,2% un 4,5% līmenī. Svarīgi atzīmēt, ka valstiskām

⁷⁸www.ecb.europa.eu. "Euro area securities issues statistics" 2018

Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/sis/html/index.en.html>

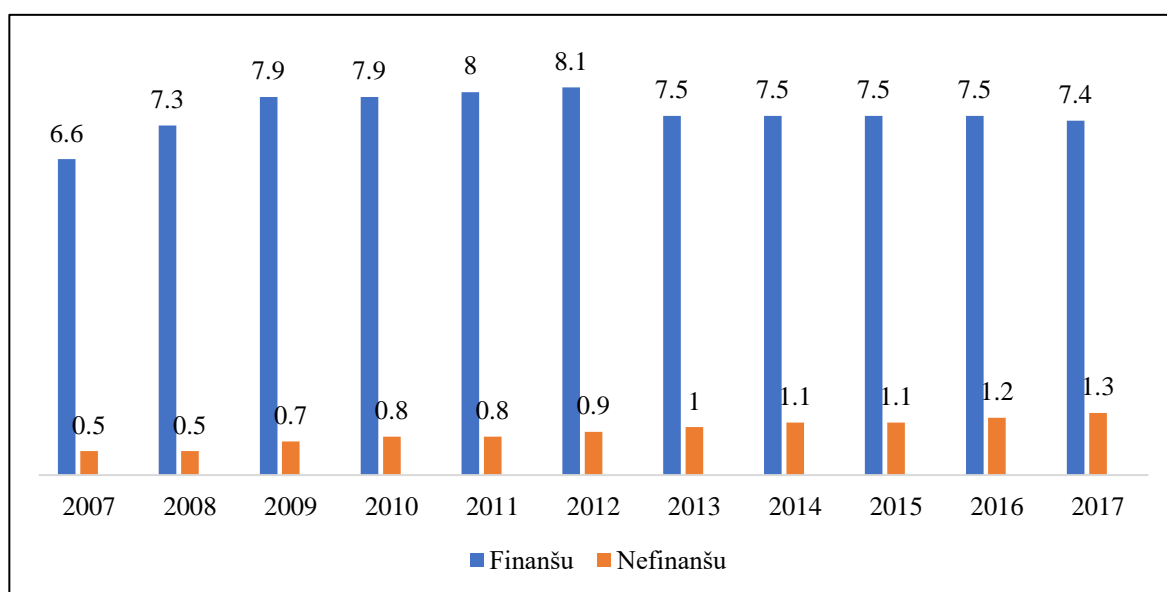
⁷⁹www.sdw.ecb.europa.eu. "Debt securities", 2018,

Pieejams: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691433>

iestādēm (1,3%) un NFC (1,1%) piederēja salīdzinoši nelieli Eirozonas korporatīvo obligāciju krājumi.

Pēdējās desmitgades laikā nedzēsto korporatīvo obligāciju, ko izlaiduši finanšu un nefinanšu uzņēmumi Eirozonā, kopējā summa ir palielinājusies par 21% (pēc termiņu atskaitīšanas), no 7,2 triljoniem eiro uz 2007.gada beigām līdz 8,7 triljoniem eiro uz 2017.gada martu (sk. 2.6. att.). Kopējā izlaisto korporatīvo obligāciju summa sasniedza maksimumu 9,1 triljonu eiro apmērā 2012.gada beigās, un tad 2013.gadā notika strauja samazināšanās, un kopš tā laika summa ir diezgan stabila.

2.6.att. EU Finanšu un Nefinanšu korporatīvo parādu vērtspapīru apjoms uz 30.12.2017 (EUR trlj.)



Avots: autores veidots attēls, izmantojot ECB datus

Lai gan finanšu korporatīvo obligāciju samazināšanos daļēji kompensēja nefinanšu uzņēmumu izlaidumu palielināšanās, pēdējo piecu gadu laikā kopējā apjomā nedzēsto korporatīvo obligāciju gandrīz nebija. Ievērojamu finanšu korporatīvo obligāciju pārpalikumu samazināšanās daļu var izskaidrot ar vājākām investīcijas stratēģijām, ko izmantoja bankas pēc globālās finanšu krīzes.

Tomēr emitenti atzīmē, ka bankas negribīgi uzņemas saistības darījumu ar korporatīvajām obligācijām noslēgšanai, neraugoties uz to, ka jaunu emisiju izlaidumi turpina palielināties. Daudzos gadījumos ES banku tirgi joprojām piedāvā lētākus finansēšanas avotus nekā obligāciju tirgus. Daļēji tas var izskaidrot salīdzinoši nelielo korporatīvo obligāciju tirgu

attīstību nacionālā un/vai Eiropas līmenī, kā arī to var izskaidrot ar Eiropas korporatīvo kultūru, kura tradicionāli vairāk paļaujas uz banku finansēšanu nekā uz kapitāla tirgu.⁸⁰

2.2. Korporatīvo obligāciju tirgus attīstība Latvijā

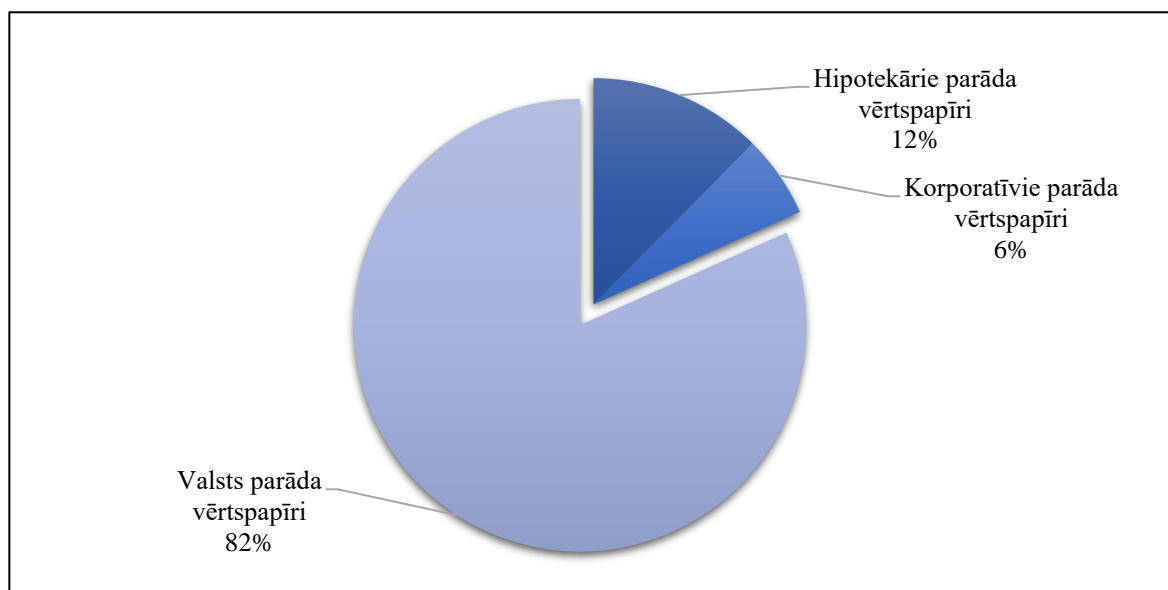
Obligāciju tirgus attīstība Latvijā norisinājās paralēli izmaiņām banku sektorā. Šī iemesla pēc abi procesi izraisīja Latvijas obligāciju tirgus izmaiņas. Latvijā parādu vērtspapīru tirgus sāka attīstīties no 1993.gada decembra, un jau 1998.gadā “Eksportkredit” izlaida obligāciju emisiju 15 miljonu latu apjomā, kas bija vislielākais publiskais tā laika izlaidums Latvijā. Ekonomikas straujā attīstība 2003.-2007.gados arī pozitīvi ietekmēja visu obligāciju segmentu.⁸¹ Svarīgi ir atzīmēt, ka sākotnēji biržā bija pieejamas tikai valsts un hipotekārās obligācijas, tomēr no 2004.gada Latvijas obligāciju Latvijas tirgu papildināja korporatīvo obligāciju emisija. Saskaņā ar statistikas datiem, kas pieejami biržas mājaslapā, uz 2007.gada beigām Latvijas obligāciju tirgus sastāvēja no hipotekārajām obligācijām ar kopējo apjomu 61 745 822 EUR (pēc 2018.gada 1.maija kursa), korporatīvajām obligācijām ar apjomu 29 220 000 EUR un valsts obligācijām ar apjomu 406 391 000 EUR⁸². Kas attiecas uz ienesīgumu, tad vidējais hipotekāro obligāciju ienesīgums sastādīja 5,6%, korporatīvo – 6,1%, un valsts - 4,35%. Tomēr investoru attieksme pret risku ievērojami pasliktinājās ekonomiskās recesijas cikla laikā Latvijā 2009.-2010.gados. Šo viedokli apstiprina Arteta pētījums, kurā parādīts, ka krīzes apstākļi var būt par šķērsli normālai uzņēmumu kreditēšanas kapitāla plūsmai (Arteta C., 2005). Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus attīstība un investīcijas šo gadu laikā samazinājās, jo investoru uzmanību piesaistīja drošāki aktīvi un valsts valstiskās obligācijas.

⁸⁰Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds “Analysis of European Corporate Bond Market”, European Commission, 2018, p.67-68 Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf

⁸¹Tocelovska N. “FRAMEWORK FOR ANALYSIS OF LATVIAN CORPORATE BOND MARKET DEVELOPMENT”, Economic Science For Rural Development Conference Proceedings, e-resurs-EBSCOhost, 2016, p. 358

⁸²<http://www.nasdaqbaltic.com>. “Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(28.12.2007)”, 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=28.12.2007>

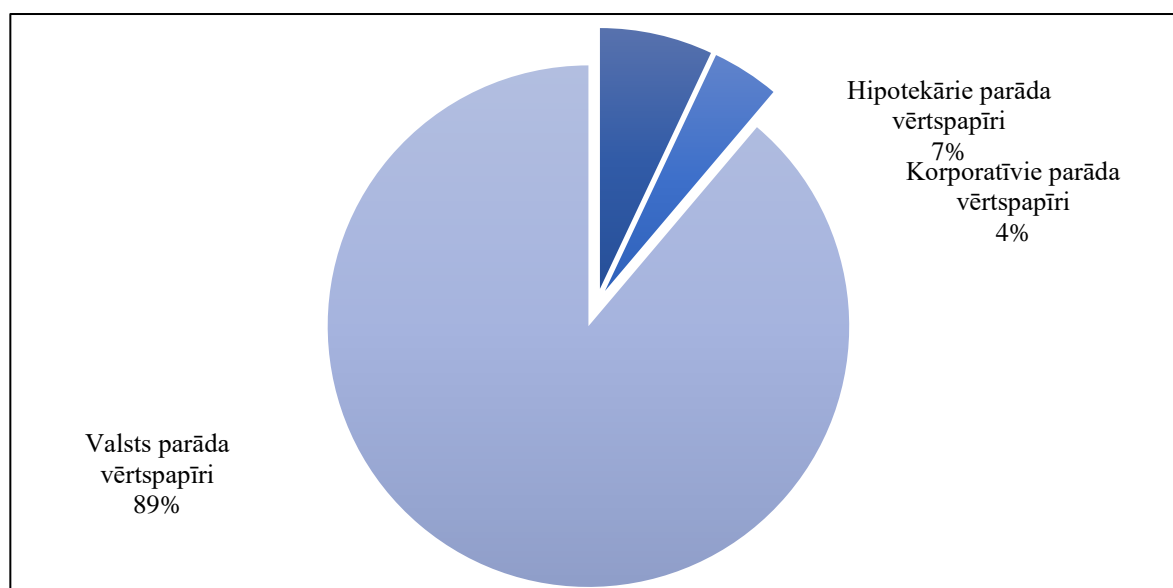
2.7.att. Latvijas parāda vērtspapīru tirgus uz 28.12.2007



Avots: autore veidots attēls, izmantojot Nasdaqbaltic datus

2010.gada beigās Latvijas obligāciju tirgus sastāvēja tāpat no hipotekārajām, korporatīvajām un valsts obligācijām, un tā apjoms turpināja palikt iespaidīgs. Tomēr, ja veikt salīdzinājumu ar iepriekšējiem gadiem, vislielākā attīstība notika tieši valsts obligāciju sektorā, jo tā apjoms sastādīja 1 106 352 589 EUR jeb 89% no visa tirgus. Tajā pašā laikā hipotekāro obligāciju tirgus daļa sastādīja 87 240 000 EUR, un korporatīvo – 52 068 049 EUR, kas bija attiecīgi vienādi ar 7 % un 4%.⁸³

2.8.att. Latvijas parāda vērtspapīru tirgus uz 30.12.2010



⁸³<http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(30.12.2010)", 2018

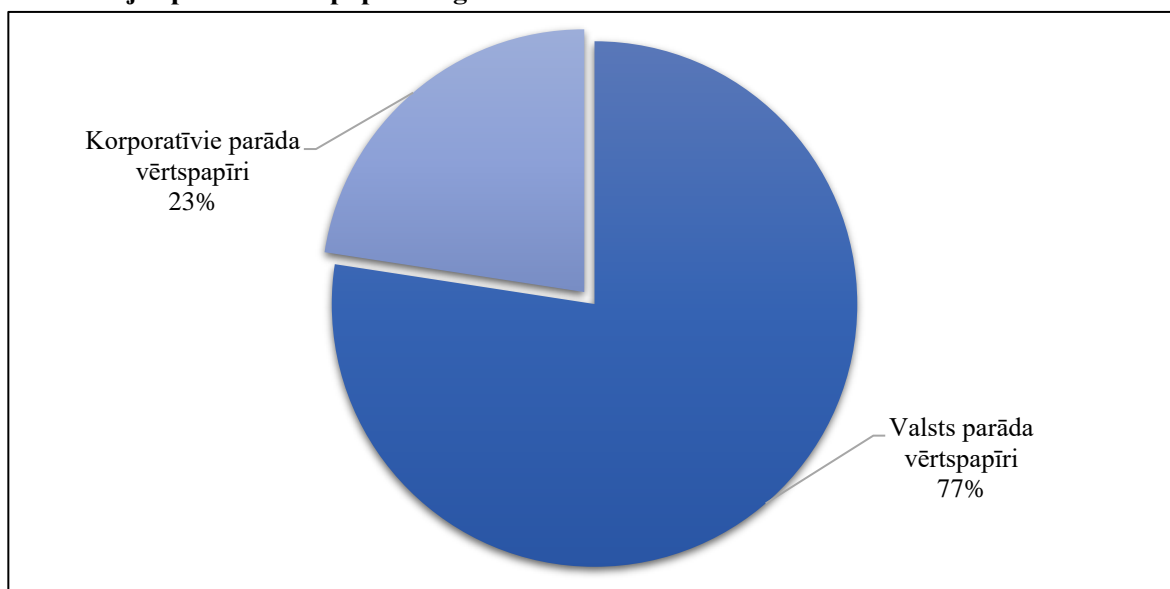
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=30.12.2010>

Avots: autores veidots attēls, izmantojot Nasdaqbaltic datus

Tomēr 2013.gada laikā biržā notika izmaiņas, un jau bija pieejamas tikai korporatīvās un valsts obligācijas. Saskaņā ar statistikas datiem, korporatīvo obligāciju tirgus Latvijā sāka demonstrēt stabilu izaugsmi, un korporatīvās obligācijas aizņēma 23% no visa tirgus ar apjomu 273 903 436 EUR. Svarīgi ir piezīmēt, ka korporatīvo emitentu daudzums 2013.gadā bija vienāds ar 6. No tiem 3 bija finanšu sektora pārstāvji (ABLV Bank, Parex Bank un Rietumu Bank), un to emisiju apjoms aizņēma 87% no visa korporatīvo obligāciju tirgus.⁸⁴

Saskaņā ar statistikas datiem, finanšu sektora uzņēmumi veica emisiju ar kopējo apjomu 214 993 000 EUR, tajā pašā laikā kā citu industriju pārstāvji veica emisiju ar kopējo apjomu 58 910 436 EUR.⁸⁵

2.9.att. Latvijas parāda vērtspapīru tirgus uz 30.12.2013



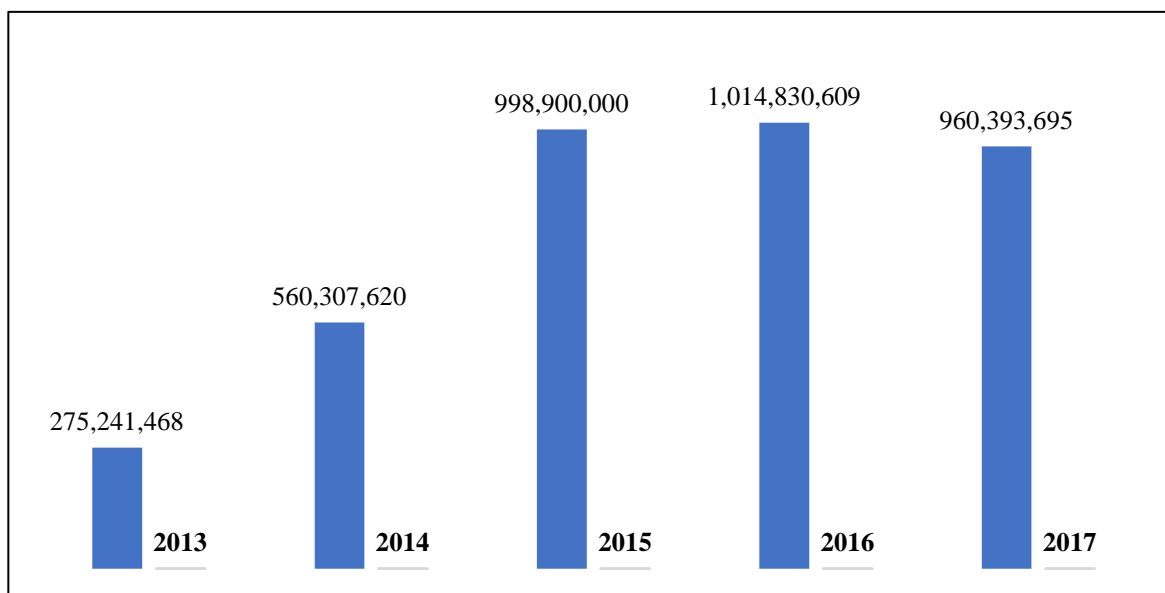
Avots: autores veidots attēls, izmantojot Nasdaqbaltic datus

Kā atspoguļots 2.10.diagrammā, pēdējo 5 gadu laikā var novērot stabilu korporatīvo obligāciju tirgus izaugsmi Latvijā, jo tas ir palielinājies gandrīz divas reizes pēdējo 5 gadu laikā.

⁸⁴<http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(30.12.2013)", 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=30.12.2013>

⁸⁵<http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(30.12.2013)", 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=30.12.2013>

2.10.att. Latvijas korporatīvo vērtspapīru tirgus 2013-2017



Avots: autores veidots attēls, izmantojot Nasdaqbaltic datus

2017.gadā korporatīvo obligāciju tirgus Latvijā apjoms sastādīja 960 393 695 EUR, un izlaisto korporatīvo obligāciju Latvijā daudzums palielinājās līdz 38 uz 2017.gada 30.decembri.⁸⁶ Saskaņā ar statistiku, izlaidumu līderis ir finanšu sektors ar apjomu 802 165 000 EUR, kurā ietilpst 10 emitenti, lielākie no kuriem ir ABLV Bank (emisiju apjoms sastādīja 545 000 000 USD un 205 000 000 EUR), Citadele Banka (emisiju apjoms sastādīja 60 000 000 EUR), kā arī MOGO (emisiju apjoms sastādīja 20 000 000 EUR) un Altum (emisiju apjoms sastādīja 20 000 000 EUR). Vēl viens sektors, kurš arī aizņem ievērojamu daļu, ir Enerģētikas sektors. Dotajā sektorā ir tikai viens emitents, uzņēmums Latvenergo (emisiju apjoms sastādīja 135 000 000 EUR). Citas industrijas, tādas kā Nekustamais īpašums (2%), Informācijas tehnoloģijas (1%), un Pārtikas ražošana (0,1%) aizņem ļoti nelielu tirgus daļu. Nekustamā īpašuma industriju pārstāv divi uzņēmumi, kuru kopējais emisiju apjoms sastādīja 14 000 000 EUR, tajā pašā laikā kā IT sektorā ietilpst tikai viens uzņēmums ‘Elko Grupa’, kurš veica emisiju ar apjomu 8 000 000 EUR. Industriju noslēdzošais sektors ir Produkcijas ražošana, ko pārstāv uzņēmums Baltic Dairy Board (emisiju apjoms sastādīja 1 128 695 EUR). Praktiski visas obligācijas, kas pieejamas Latvijas biržā, ir kuponu, ar ienesīgumu no 0,7% līdz 18%. Finanšu sektorā bankas veica obligāciju emisiju ar ienesīgumu vidēji 2,5% un vidējo termiņu 5 gadi. Turklāt biržā pieejamas subordinētās obligācijas, kuru emitents ir ABLV Bank, un kas

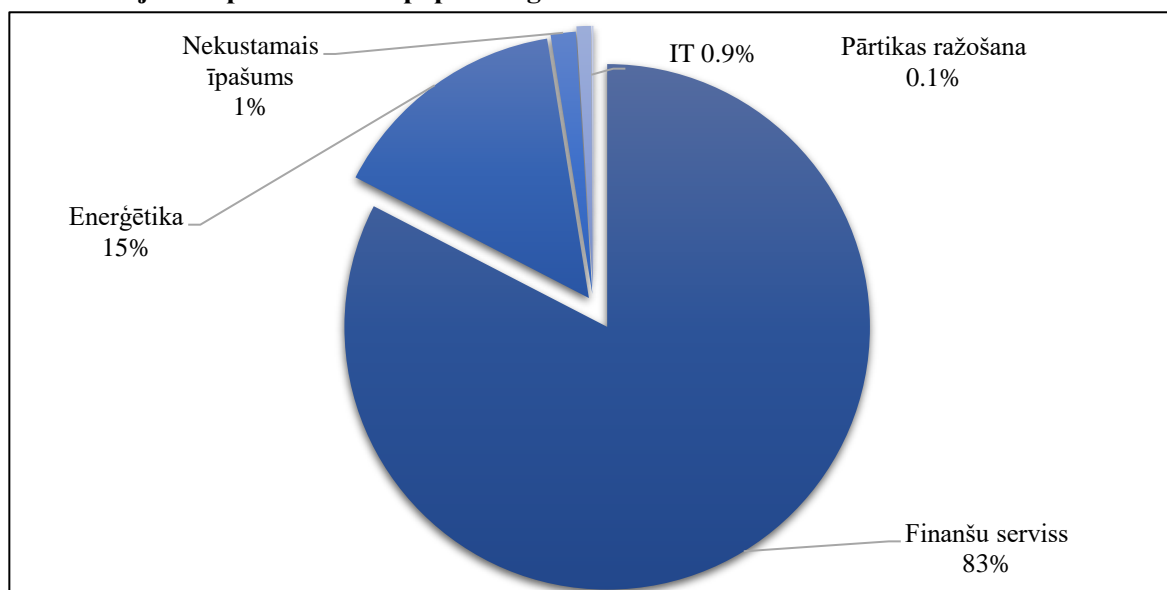
⁸⁶<http://www.nasdaqbaltic.com>. “Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(29.12.2017)”, 2018

Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=29.12.2017>

izlaistas ar termiņu 10 gadi. Tajā pašā laikā citi finanšu sektora uzņēmumi veikuši obligāciju emisiju ar vidējo ienesīgumu 10,5% un ar vidējo termiņu 9 gadi. Nefinanšu sektoru pārstāvji emitējuši obligācijas ar vidējo ienesīgumu 7% gadā un termiņu aptuveni 9 gadi.

Uz šo momentu biržā tiek kotētas 18 obligāciju emisijas ar kopējo apjomu 288 000 000 EUR. Pēc tā, kā ABLV bija spiesta pieņemt lēmumu par savas darbības pārtraukšanu, dotās bankas obligāciju emisijas arī tika iesaldētas. Tomēr kuponu izmaksas pēc dotajām obligācijām tik un tā turpina ienākt klientu kontos. 2017.gadā ABLV veica emisiju ar kopējo apjomu 659 100 278 EUR, sastādot aptuveni 87% no visa korporatīvā obligāciju tirgus Latvijā.⁸⁷

2.11.att. Latvijas korporatīvu vērtspapīru tirgus uz 29.12.2017



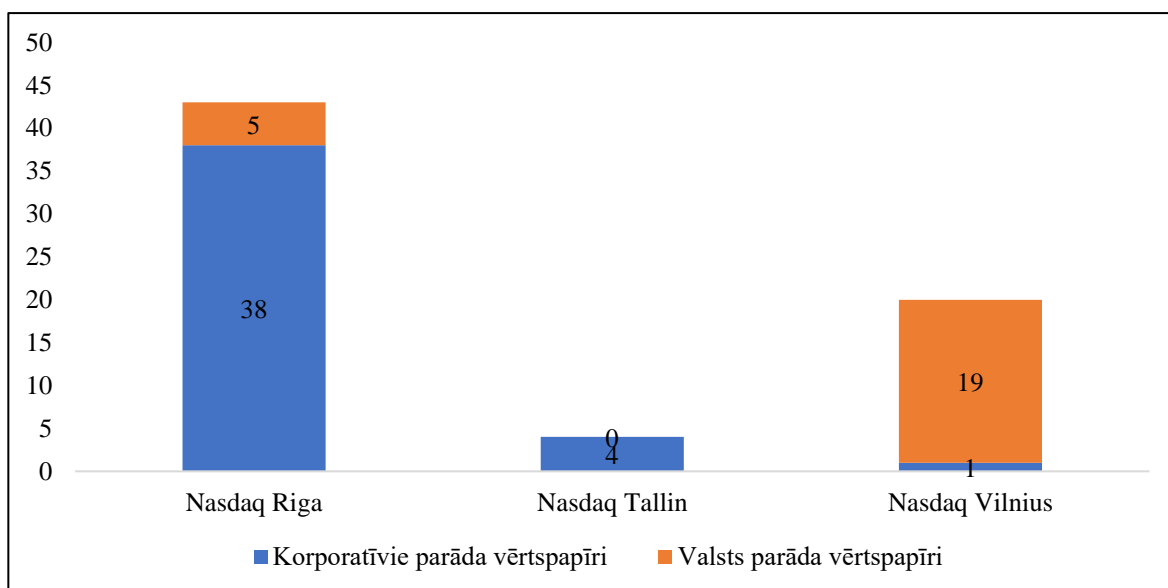
Avots: autores veidots attēls, izmantojot Nasdaqbaltic datus

Neraugoties uz situāciju ar ABLV banku, kā arī uz to, ka pēc starptautiskiem standartiem fiksētā ienesīguma instrumentu tirgus Latvijā ir neliels, tam ir attīstīta infrastruktūra un universāla likumdošanas bāze mūsdienās, turklāt Latvijas tirgus ir visattīstītākais korporatīvo obligāciju tirgus Baltijas valstīs ar 38 korporatīvajām obligācijām, kas reģistrētas NASDAQ Rīgā, tajā pašā laikā kā NASDAQ Viļņā ir reģistrēta tikai 1 korporatīvā obligācija, un visu pārējo tirgu aizņem 19 valsts obligāciju emisijas. NASDAQ Tallinas birža pēc apjoma ir arī ievērojami mazāka nekā Rīgas birža, jo patlaban Tallinā ir veiktas tikai 4 korporatīvo obligāciju emisijas, un valsts obligāciju nav vispār.

⁸⁷<http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(29.12.2017)", 2018

Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=29.12.2017>

2.12.att. Vērtspapīru tirgus Baltijas valstis uz 29.12.2017 (Emisijas skaits)



Avots: autore veidots attēls, izmantojot Nasdaqbaltic datus

Neraugoties uz korporatīvo obligāciju popularitātes palielināšanos, gan pēc izvietošanas apjoma, gan pēc likviditātes valsts obligācijām ir galvenā loma parādu vērtspapīru tirgū.

Pamatojoties uz šajā nodaļā veikto literatūras referatīvo analīzi, autore nonāca pie šādiem secinājumiem:

- 1) Patlaban Eiropā var novērot korporatīvo obligāciju emisiju pieaugumu, pateicoties zemajām procentu likmēm, kā arī korporatīvā sektora iepirkumu programmai.
- 2) Pēc globālās ekonomiskās krīzes izsniegto bankas kredītu apjoms ievērojami samazinājās, tajā pašā laikā kā parādu vērtspapīru tirgus apjoms palielinājās par 567 miljardiem eiro.
- 3) Francija, Lielbritānija, Nīderlande, Vācija, Itālija un Luksemburga veido 80% no visām Eiropas korporatīvajām obligācijām.
- 4) Vislielāko obligāciju emisijas apjomu nodrošinājuši Komunālie, Industriālie un Patērētāju diskrecionārās izvēles sektori.
- 5) Vidējais emisijas apjoms Eiropas tirgū ir 400 miljoni eiro, tajā pašā laikā kā emisijas ar apjomu, zemāku par 50 miljoniem eiro, sastādīja aptuveni 11% no kopējā emisiju daudzuma.
- 6) Monetārās finanšu institūcijas bija Eirozonas korporatīvo obligāciju lielākās īpašnieces, un tām piederēja 32,3% no visa tirgus.
- 7) ES banku tirgi joprojām piedāvā lētākus finansēšanas avotus nekā obligāciju tirgi, jo Eiropas korporatīvā kultūra tradicionāli vairāk paļaujas uz banku finansēšanu nekā uz kapitāla tirgiem.
- 8) Līdz 2013.gadam Rīgas biržā kotējās hipotekārās, valsts un korporatīvās obligācijas.
- 9) Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus pēdējo 5 gadu laikā demonstrē izaugsmes tendences, un emisiju līderis ir finanšu sektors (87% no visu emisiju apjoma pieder ABLV Bankai).

10) Uz 2017.gada beigām biržā tika kotētas 38 emisijas ar kopējo apjomu 958 428 549 EUR. Pēc ABLV lēmuma par pašlikvidāciju, biržā ir aktīvas 18 obligāciju emisijas ar kopējo apjomu 288 000 000 EUR.

11) Baltijas valstu vidū Latvijas vērtspapīru tirgus ir visattīstītākais. Lietuvas vērtspapīru tirgū ir reģistrēta 1 korporatīvo obligāciju emisija un 19 valsts obligāciju emisijas, tajā pašā laikā kā Igaunijas vērtspapīru tirgū ir reģistrētas 4 korporatīvo obligāciju emisijas, un valsts obligāciju emisijas nepastāv.

3. OBLIGĀCIJU EMISIJAS UN ILGTERMIŅA AIZŅĒMUMA SALĪDZINOŠA ANALĪZE

Šajā nodaļā tiks aprakstīta izpētes metode, kas sevī iekļauj pētījuma galvenos aspektus, kā arī izpētes metodes, kas tika izmantotas datu iegūšanai. Tiks dots Bankas (ABLV Banka) un tās kredītu nosacījumu raksturojums, kā arī veikta divu uzņēmumu (*Baltic RE Group* un *New Hanza Capital*) analīze, kas pieņem izšķirošo lēmumu par obligāciju emisiju vai bankas kredīta noformēšanu. Turklāt nodaļa iekļauj arī datu analīzes galarezultātu, kas dod pamatu iegūto rezultātu interpretācijai.

Datu ieguves tehnika

Pētījums paredz divus datu avotus: primāro un sekundāro. Primārie dati tika iegūti, ar fokus grupu palīdzību intervējot 5 banka darbiniekus. Sekundāro datu piemērs ir literatūras apskats, kas dod iespēju izprast problēmas specifiku, kā arī veicina metožu un instrumentu izstrādi, kuriem ir izšķirošā nozīme primārajai datu apkopošanai un datu analīzei. Tika analizēts un apkopots liels sekundāro datu daudzums ar akadēmisko žurnālu, pētniecisko darbu, vadības atskaišu, mācību materiālu un. Arī sekundārie dati tika gūti izmantojot kvantitatīvo metodi. Kvantitatīvie dati tika iegūti ar matemātisko aprēķinu palīdzību, pamatojoties uz tirgus apstākļiem attiecībā pret klientiem, kas vēlas veikt obligāciju emisiju vai noformēt bankas kredītu.

3.1. ABLV Banka kā iespējamais kreditors vai obligāciju emisijas organizētājs

ABLV Bank raksturojums

Banka tika dibināta 1993. gada 17. septembrī. Par pamatu tai kļuva Latvijas Bankas reģionālā nodaļa Aizkrauklē, tāpēc sākotnēji banka ieguva nosaukumu „Aizkraukles banka”. ABLV grupā strādāja 971 darbinieks. Desmit gadu laikā banka nodokļos Latvijas budžetā iemaksājusi vairāk nekā 145 miljonus eiro. ABLV bija trešā lielākā banka Latvijā, un tā bija lielākā privātā banka ar Latvijas kapitālu. Banka ir izsniegusi gandrīz 300 miljonus hipotekārajiem kredītiem un 625 miljonus komerc kredītiem, un attīstīja nekustamā īpašuma projektus.⁸⁸

2017. gada beigās Banka uzsāka darbību arī pensiju kapitāla pārvaldīšanā Latvijā. Labdarības fonds ABLV Charitable Foundation, kas arī pieder Bankai, 11 gadu laikā ir

⁸⁸ABLV Bank, AS, “Publiskais ceturksņa pārskats 2017. gada janvāris - marts”, 2018, lpp.4
Pieejams: https://www.ablv.com/content/3/7/4/0/9/3439eb5d/ablv_QR_2017_I.pdf

ieguldījis Latvijas sabiedrības attīstībā 5 miljonus eiro, atbalstot 350 projektus. Plānos arī bija finansēt Latvijas Laikmetīgās mākslas muzeju, kura krājumam bija vairāk nekā 1200 mākslas darbi.

2018.gada 13.februārī Banka ir saņēmusi ziņas no ASV Valsts Finanšu departamenta. ABLV Banka CEO atzīmēja, ka FinCEN paziņojums bija negaidīts ikvienam, un ka banka kategoriski nepiekrīt izvirzītajām apsūdzībām, un tās ir nepamatotas. Pēdējo divu gadu laikā banka ir veikusi milzīgu darbu, lai ne tikai ieviestu jaunas prasības, procedūras un kontroles, bet arī realizētu simtiem ieteikumu no konsultantiem un regulējošām institūcijām. Vēl pērnā gada rudenī, noslēdzot administratīvo līgumu ar FKTK, tika sniegts sekojošs atzinums: “Komisija nav konstatējusi Bankas darbībā starptautisko, tajā skaitā Eiropas Savienības sankciju, Latvijas Republikas nacionālo sankciju, kā arī ASV noteikto sankciju pārkāpumus”. Banka uzsvēra, ka savā darbībā konsekventi ievēro starptautiskos, tajā skaitā Latvijas un Eiropas Savienības likumus un prasības. Pēdējo gadu laikā ABLV banka ir pielikusi milzīgas pūles, lai pilnveidotu iekšējās kontroles sistēmas, tajā skaitā noziedzīgi iegūtu līdzekļu legalizācijas un terorisma finansēšanas novēršanas riska un sankciju riska pārvaldīšanas jomā.⁸⁹

24. februārī ABLV Bank ir saņēmusi FKTK Padomes lēmumu “Par noguldījumu nepieejamības iestāšanos”. Šāds lēmums saistīts ar 19. februārī regulatoru noteikto maksājumu aizliegumu, kuru, pēc FKTK uzskata, nav pamata pārskatīt. Lēmums pēc būtības nozīmēja, ka tuvākajā laikā var tikt uzsākts bankas likvidācijas process. ABLV Bank uzskatīja, ka tā izpildīja visas regulatora prasības, lai atjaunotu darbību. Četrus darba dienu laikā banka likviditātes stiprināšanai akumulēja vairāk nekā 1,36 miljardus eiro, nodrošinot 86% no visiem pieprasījuma depozītiem. Tas bija pilnīgi pietiekami, lai banka atsāktu maksājumu veikšanu un izpildītu klientu pieprasījumus, taču bankai netika dota tāda iespēja. Lai maksimāli aizsargātu klientu un kreditoru intereses, ABLV Bank 26. februārī ārkārtas akcionāru pilnsapulcē pieņēmusi lēmumu par pašlikvidāciju. ABLV Bank uzskata, ka šādā veidā vislabāk spēs nodrošināt savu aktīvu aizsardzību, lai norēķinātos ar visiem klientiem.

17. aprīlī, sadarbībā ar ASV advokātiem Banka ir izsniegusi FinCEN savu komentāru vēstuli par 13. februārī publicēto priekšlikumu. Papildus vēstulei FinCEN, Banka iesniedza arī vairāk nekā 50 dokumentus, uz kuriem advokāti atsauca publicētajā atbildē.

⁸⁹ABLV Bank, AS, “Ikmēneša Banka Ziņas”, Marts, 2018, lpp.2

ABLV Bank kā emisiju organizētājs

Publiskās obligāciju emisijas banka uzsāka 2011. gadā, un ir veikusi jau 46 publiskus obligāciju izlaidumus ar kopējo apjomu 1,45 miljardi eiro pēc nominālās vērtības. Septītās un jau pēdējās obligāciju emisijas programmas laikā (reģistrēta FKTK 16.05.2017), ABLV Bank īstenoja četrus jaunus kuponu obligāciju izlaidumus un divus jaunus subordinēto diskonta obligāciju izlaidumus, kuru kopējais apjoms sastādīja 190 miljonus USD un 65 miljonus EUR pēc nominālās vērtības. Sākotnējās izvietošanas ietvaros obligācijas ieguva vairāk par 150 investoriem. Savas daudzgadīgās prakses laikā šajā sfērā Banka sniedz palīdzību emisiju organizēšanā arī citiem uzņēmumiem un bankām (AS “Moda Kapitāls”, AS “Capitalia”, Citadele Banka, “Via SMS Group”, SIA “ExpressCredit”).⁹⁰

Emisijas organizēšana klientiem

Banka Emitenta uzdevumā organizē obligāciju publisko emisiju⁹¹, kura ir prezentēta 3.1.attēlā.



3.1.att. Obligāciju publiskās emisijas process

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

Organizējot obligāciju emisijas, Banka ievēro ES Direktīvā noteiktās prasības, LR “Komerclikuma”, LR “Finanšu instrumentu tirgus likuma”, Nasdaq CSD un biržas noteikumu prasības, citus spēkā esošos piemērojamos tiesību aktus, kā arī Emitenta lēmējinstiūcijas pieņemtos lēmumus. Vidēji emisijas sagatavošanas process klientam Bankai aizņem no 3 līdz 6 mēnešiem. Banka veic arī potenciālā emitenta novērtēšanu un izpēta apstākļus, kādos tas

⁹⁰ ABLV Bank, AS, “Publiskais ceturkšņa pārskats 2017. gada janvāris - marts”, 2018, lpp.2

Pieejams: https://www.ablv.com/content/3/7/4/0/9/3439eb5d/ablv_QR_2017_I.pdf

⁹¹ ABLV Bank, AS, “Emisijas organizācija uzņēmumiem”, NOT.053, N.15, 2018, lpp.2-3

grasās veikt obligāciju emisiju. Starp Banku un Emitentu tiek noslēgts divpusējs līgums, kas nosaka sniedzamo pakalpojumu apjomu, kā arī pušu pienākumus un atbildību. Pamatojoties uz līguma nosacījumiem, Banka sniedz emisijas organizētājam sekojošos pakalpojumus⁹¹:

1. Sagatavo prospektu vai piedalās prospekta sagatavošanā kopā ar Bankas vai Emitenta piesaistīto ārējo juridisko konsultantu. Prospektā ir iekļauta šāda informācija - obligāciju emisijas sērija; publiskā piedāvājuma sākuma un beigu datums; informācija par obligāciju ISIN; emitēto obligāciju skaits, nominālvērtība un valūta; emisijas kopējais apjoms; sākotnējās izvietojuma cena, kas izteikta procentos no nominālvērtības; gada procentu likme; procentu ienākumu izmaksu biežums un datumi; obligāciju dzēšanas datums;
2. Sniedz atbalstu Emitentam prospekta reģistrēšanai;
3. Sniedz atbalstu Emitentam visu nepieciešamo dokumentu sagatavošanai Nasdaq CSD dalībnieka emitenta statusa saņemšanai un Emisijas iegrāmatošanai Nasdaq CSD;
4. Veic obligāciju sākotnējo izvietojumu;
5. Sniedz atbalstu Emitentam obligāciju iekļaušanai regulētajā tirgū. Depozitārija funkcijas pilda Nasdaq CSD, kas veic emitējamo obligāciju iegrāmatošanu un uzskaiti, bet par attiecību uzturēšanu ar Nasdaq CSD pēc emisijas ir atbildīgs Emitents. Visas izmaksas par Nasdaq CSD sniegtiem pakalpojumiem arī apmaksā Emitents.

Banka nodrošina arī obligāciju sākotnējo izvietojumu kā publisko piedāvājumu un tā ietvaros līgumā atrunātajā kārtībā Banka sniedz regulāras atskaites Emitentam par pakalpojumu sniegšanu un emisijas gaitu. Lai nodrošinātu Direktīvas prasību izpildi attiecībā uz obligāciju emisiju procesa pārbaudi, Banka veic pārbaudes pasākumus (vai obligāciju emisijas process atbilst Direktīvas prasībām, un vai emitētās obligācijas atbilst mērktirgus vajadzībām un mērķiem).

Lai nodrošinātu pilnīgu emitenta obligāciju izpirkšanu sākotnējā tirgū, Banka var arī nodrošināt obligāciju emisijas pilnu izvietojumu sākotnējās izvietojuma ietvaros. Ja sākotnējās izvietojuma beigu datumā, kas ir norādīts prospektā, obligāciju emisija nav izvietota pilnā apjomā, Banka apņemas izpirkt sākotnējās izvietojuma laikā neizvietoto obligāciju skaitu.

Prasības Emitentam

Kad uzņēmums, kas nolēmis veikt obligāciju emisiju, vēršas bankā, uzņēmumam ir nepieciešams nodrošināt visu informāciju, ko pieprasa banka. Parasti pieprasāmā informācija sastāv no zemāk minētajiem punktiem:⁹²

- Komercedarbība;
- Finanšu pārskati;
- Bankas konts;
- Emisijas apjoms;
- Reputācija.

Saskaņā ar bankas noteikumiem, Emitentam komercedarbība jāveic vismaz 2 gadus, lai uzņēmums spētu uzrādīt savus finanšu rādītājus pilnā apjomā. Savukārt finanšu pārskatam jābūt sagatavotam atbilstoši starptautiskajiem grāmatvedības standartiem (akceptētie revidenti: *Ernst & Young, Deloitte, PwC, KPMG* vai citi, saskaņojot ar Banku). Turklāt Emitentam ir jābūt atvērtam norēķinu kontam Bankā. Bankas rīcībā ir pietiekama informācija attiecībā uz Emitenta kontos Bankā esošo naudas līdzekļu izcelsmi un darījuma mērķi. Ja Emitentam ir kredītsaistības citā bankā un nepieciešama attiecīgās bankas atļauja papildu līdzekļu piesaistīšanai, tad Emitents iesniedz citas bankas izsniegtu atļauju piesaistīt papildu līdzekļus, emitējot obligācijas. Emitenta nākotnes reputācija arī ir viens no galvenajiem faktoriem Bankas lēmuma pieņemšanā, tāpēc būtisks noteikums ir nodrošināt, lai Bankas rīcībā nav publiski pieejamas negatīva rakstura informācijas par Emitentu vai Emitenta akcionāriem (dalībniekiem) / beneficiāriem ar būtisku līdzdalību, kā arī Emitenta Padomes un Valdes locekļiem. Kas attiecas uz emitenta vēlmēm par sagatavojamo obligāciju emisiju, ir jāņem vērā, ka minimālajam emisijas apjomam jābūt vismaz 2 000 000 EUR.

ABLV Bank kā kredītu sniedzējs

Banka ir viena no lielākajiem kredītētājiem, un Bankas kreditēšana Latvijā ir saistīta ar vairākām nozarēm (komercīpašumi, viesnīcu attīstība, loģistikas infrastruktūra un citi.). Ja uzņēmums vēršas Bankā ar nolūku saņemt kredītu biznesa vajadzībām, uzņēmumam ir jānodrošina informācija pēc zemāk aprakstītajiem punktiem, kuri iekļauj⁹³:

- Finanšu stāvoklis, kas ietver arī finanšu vēsturi;
- Nozare;

⁹² ABLV Bank, AS, "Emisijas organizācija uzņēmumiem", NOT.053., N.15, 2018., 4.-5. lpp.

⁹³ ABLV Bank, AS, "Kredīta nosacījumi uzņēmumiem", NOT.049., N.4, 2018., 1.-2. lpp.

- Darbinieki;
- Juridiskās formalitātes.

Saskaņā ar bankas noteikumiem, uzņēmumam ir jābūt stabilam finanšu stāvoklim. Finanšu stāvokļa novērtēšanā ņem vērā gan bilances, peļņas un zaudējumu aprēķina, skaidrās naudas plūsmas pārskata posteņu absolūto nozīmi, gan to savstarpējo atbilstību. Uzņēmums var iesniegt konsolidētus pārskatus vismaz par pēdējiem diviem uzņēmuma darbības gadiem, kas sagatavoti saskaņā ar SGS. Uzņēmuma vēsture sevī iekļauj šādus faktorus⁹³:

1. Stabils apgrozījums;
2. Kapitāla struktūra >20% (pašu kapitāls / aktīvu kopsumma);
3. Likviditāte >1 (īstermiņa aktīvi / īstermiņa saistības);
4. Rentabilitāte — atbilstoša nozares vidējiem rādītājiem;
5. Darbības efektivitātes rādītāji (krājumu, debitoru, kreditoru dienas) — atbilstoši nozares specifikai;
6. Pozitīva kredītvēsture.

Uzņēmums darbojas stabilā nozarē, kuru būtiski neietekmē politiski vai ekonomiski riski, turklāt ir svarīgi, lai juridiskā persona konkrētajā nozarē darbotos vismaz 2 – 3 gadus vai tās vadībai būtu līdzīga pieredze. Īpašniekiem un vadībai ir jābūt kompetentiem darbībā konkrētajā nozarē: tiem ir jābūt atbilstoši izglītībai, darba pieredzei un labai reputācijai. Uzņēmums nav pakļauts juridiskam riskam sakarā ar tā darbības neatbilstību tiesību aktiem, un ir izpildījis visas juridiskās formalitātes (licenču, atļauju saņemšana utt.), kas ir nepieciešamas tā darbībai.

Saskaņā ar bankas nosacījumiem, mērķa kredīta summas juridiskām personām ir ne mazākas par 300 000 EUR. Kredīta maksimālais termiņš ir 5 gadi, bet minimālais termiņš nav nosaukts.

3.1.tabula

Kredīta procentu likme un komisija ABLV Bank

Produkts	Mainīga kapitāla lietošanas procentu likme	Fiksēta kapitāla lietošanas procentu likme
		Līgumiem ar termiņu līdz 1 gadam (ieskaitot):
Biznesa kredīti	(USD – 6M LIBOR USD, EUR – 6M EURIBOR EUR), min. 0,3% + bruto marža	(USD – 12M LIBOR USD, EUR – 12M EURIBOR), min. 0,3% + bruto marža

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

ABLV Bank Lēmuma pieņemšana

Lēmums par kredīta piešķiršanu ir spēkā 30 dienas, kuru laikā ir jāparaksta visa ar kredīta izsniegšanu saistītā dokumentācija. Kredīts klientam jāsaņem 30 dienu laikā pēc kredīta noformēšanas, ja lēmumā par kredīta piešķiršanu nav noteikts citādi. Kredīta noformēšana jāpabeidz 30 dienu laikā. Starpbanku vienošanās gadījumā, kā arī gadījumos, kad kredīta nodrošinājums atrodas ārvalstīs, maksimālais kredīta noformēšanas termiņš ir 60 dienas. Par kredīta noformēšanu uzskata dokumentācijas noformēšanu un visu pārējo kredīta izsniegšanas nosacījumu izpildi, t.sk. nodrošinājuma noformēšanu un reģistrēšanu.

3.2. Baltic RE Group kā potenciālais aizdevuma ņēmējs vai obligāciju emitents

Uzņēmuma raksturojums

Uzņēmums *Baltic RE Group* ir dibināts 2008.gadā, un tas sniedz telpu īres un vadības pakalpojumus, kā arī nodarbojas ar meitas uzņēmumu attīstību, sniedzot tiem atbalstu ekonomiskos, nodokļu, finanšu, mārketinga, juridiskos un tehniskos jautājumos. Koncerna biznesa modelis paredz tādu vēsturisku ēku iegādāšanos, kas atrodas visērtākajās mazumtirdzniecībai vietās Rīgas centrā, tajā skaitā arī Vecrīgā, stratēģiski nozīmīgos krustojumos, lai pēcāk veiktu augsti kvalitatīvus renovācijas darbus un iznomātu telpas maksātspējīgiem īrniekiem. Koncernam piederošās komerciālās telpas iekļauj kā tirdzniecības, tā arī ofisu telpas, kas attiecināmas uz Premium klasi, kurām ir lielisks izvietojums, pārdomāts plānojums, augsti kvalitatīva apdare un mēbeles, telpas ir energoefektīvas, ar inovatīvu aprīkojumu. Nākamo gadu attīstības stratēģijas izstrādes ietvaros Emitents plāno turpināt īstenot pasākumus koncerna darbības efektivitātes palielināšanai, tajā skaitā veikt jaunu nekustamo īpašumu objektu meklēšanu, eksistējošo darbības virzienu optimizēšanu un attīstību. Nākotnē tiek plānots stiprināt sadarbību ar pastāvīgiem klientiem un partneriem, uzlabot kvalitātes vadības sistēmu, kā arī piesaistīt jaunus klientus (īrniekus) un palielināt apgrozījumu. Prospekta sagatavošanas momentā uzņēmums nebija iesaistīts tiesiskos procesos, kas varētu būtiski ietekmēt Emitenta finanšu stāvokli un darbību.

Saskaņā ar uzņēmuma nodrošināto finanšu informāciju, uzņēmumam ir stabila bilance bez negatīvām tendencēm. Salīdzinājumā ar 2016.gadu, uzņēmuma aktīvi ir samazinājušies, ko var izskaidrot ar ilgtermiņa investīciju izmaksu. Tomēr uzņēmuma apgrozījums uzrāda strauju izaugsmi, un uzņēmuma peļņa sastādīja 74 tūkstošus eiro. (Skatīt 3.2.tabulu)

3.2.tabula

Baltic RE Group galvenā finansiālā informācija 2016. – 2017.g., EUR

	31.12.2016.	31.12.2017.
Aktīvi kopā	53 451 968	27 208 808
Ilgtermiņa ieguldījumi kopā	50 711 079	26 285 813
Akciju vai daļu kapitāls (pamatkapitāls)	24 853 452	5 200 000
Neto apgrozījums	61 014	645 325
Pārskata gada peļņa vai zaudējumi	(215 529)	74 104

Avots: autores veidota tabula, izmantojot Baltic RE Group datus⁹⁴

Neraugoties uz stabilo finanšu stāvokli, uzņēmums pieņēma lēmumu palielināt savu kapitālu komerciāla nekustamā īpašuma Rīgas centrā iegādei, kā arī Emitentam piederošo objektu rekonstrukcijas un remonta darbu finansēšanai. Uzņēmumam nav svarīgs līdzekļu pieejamības steidzīgums, tāpēc uzņēmums nolēma aplūkot divus variantus ārējās finansēšanas piesaistīšanai.

1.variants: Obligāciju emisija

Viens no finansēšanas variantiem, ko aplūko uzņēmums, ir obligāciju emisija. Tā kā uzņēmumam šajā darbības sfērā nav pieredzes, tas nolēma vēsties pie bankas un izmantot tās pakalpojumus obligāciju emisijas konsultēšanas un organizēšanas jomā. Pabeidzot bankas pārbaudi un iesniedzot visus nepieciešamos dokumentus, uzņēmumam tika piedāvāti 3.3.tabulā redzami iespējamās emisijas parametri.

3.3.tabula

Obligāciju emisijas dati

Vērtspapīri	Obligācijas- BREG FXD EUR 260421
Obligāciju emisijas kopējais apjoms	4 000 000,00 EUR
Obligācijas nominālvērtība	1 000,00 EUR
Obligāciju skaits	4 000
Gada procentu likme	Fiksēta: 6,10% ar kupona izmaksu 2 reizes gadā

⁹⁴AKCIJU SABIEDRĪBA „Baltic RE Group” “KONSOLIDĒTAIS 2017.GADA PĀRSKATS” Pieejams: http://www.balticregroup.com/files/BRE_IFRS_2017.pdf

Procentu ienākumu izmaksu biežums un datums	Divas reizes gadā: 27. aprīlī un 27. oktobrī, sākot ar 2018. gada 27. oktobrī un beidzot ar 2022. gada 27. aprīli
Pirmstermiņa dzēšana	Emitentam ir tiesības anulēt pirms termiņa to Obligāciju laidiena daļu, kurai nav notikusi sākotnējā izvietošana
Pirmstermiņa atmaksas pieprasīšana	Investoram nav tiesību pieprasīt emitentam atmaksāt obligācijas nominālvērtību un uzkrātos procentus pirms termiņa
Dzēšanas datums	2022. gada 27. aprīlis Emitentam ir tiesības dzēst Obligācijas pirms termiņa saskaņā ar Prospekta nosacījumiem
Emisijas sagatavošanas termiņš	4-6 mēneši

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

Kopējais emisijas apjoms sastāda 4 000 000,00 EUR, un nominālā vienas obligācijas vērtība sastāda 1 000,00 EUR. Obligācijām nebūs nodrošinājuma, un emitenta maksātspējas gadījumā investoriem būs tādas pašas tiesības, kā arī citiem kreditoriem atbilstošajā kategorijā. Gada procentuālā likme ir fiksēta un sastāda 6,10% (gadā), tāpēc obligāciju ienesīgums nav atkarīgs no bāzes procentu likmju izmaiņām starpbanku tirgū. Procentu ienākumi tiks izmaksāti divas reizes gadā: 27. aprīlī un 27. oktobrī. Emitentam ir tiesības dzēst obligācijas visā emisijas apjomā sākot ar otro gadu, par cenu, kas veido 102,5% no obligāciju nominālvērtības dzēšamās daļas, sākot ar trešo gadu, par cenu, kas veido 101,5% no obligāciju nominālvērtības dzēšamās daļas, un sākot ar ceturto gadu, par cenu, kas veido 100,0% no Obligāciju nominālvērtības dzēšamās daļas.

Procentu ienākumu summas aprēķins tiek veikts pēc formulas: $CPN = F * C / 2$

- CPN – uzkrātā procentuālā ienākuma izmaksas apjoms emisijas valūtā uz vienu Obligāciju;
- F– vienas Obligācijas nominālā vērtība;
- C– gada procentuālā likme.

3.4.tabulā atspoguļoti visas iespējamās izmaksas, kuras būs jāsedz emitentam gadījumā, ja viņš nolems veikt obligāciju emisiju.

3.4.tabula

Obligāciju emisijas nosacījumi

Kopējais emisijas apjoms	4 000 000,00 EUR
Obligācijas nominālā vērtība	1 000,00 EUR
Procentuālā ienākuma izmaksa četrus gadus laikā	122 000,00*8= 976 000,00 EUR
Emisijas organizēšana, ko veic Banka + obligāciju izvietošana biržā	0,5% no emisijas apjoma = 20 000,00 EUR
Emisijas apkalpošana, ko veic Banka	0,1% (gadā) no emisijas apjoma = 16 000,00 EUR
Obligāciju izmaksas dzēšanas momentā	4 000 000,00 EUR
Kopējā izmaksu summa uzņēmumam	5 012 000,00 EUR
Izmaksu summa, neņemot vērā aizdevuma summu	1 012 000,00 EUR

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

2.variants: *Bankas kredīts*

Cits ārējās finansēšanas veids, ko izskata uzņēmums, ir bankas kredīta noformēšana. Vēlamā aizdevuma summa paliek tāda pati un sastāda 4 000 000,00 EUR. Saskaņā ar noteikumiem, bankas kredītu var izsniegt, pamatojoties uz nekustamā īpašuma ķīlu, un šī nekustamā īpašuma vērtībai pēc bankas prasībām ir jābūt ne mazākai par 10 000 000 EUR, un emitenta maksātspējas gadījumā šis nekustamais īpašums tiks konfiscēts. Gada procentuālā likme, kas piedāvāta dotajam kredītam, ir mainīga un patlaban sastāda 3,0% + 3M Euribor. Kredīta maksājumi kopā ar procentiem tiks īstenoti ik mēnesi ar anuitātes maksājumiem.

Aizņēmuma nosacījumi

Aizņēmuma summa izsniegšanas brīdī	4 000 000,00 EUR
Atmaksas termiņš	26.04.2022
Gada procentu likme	3,00% + 6M Euribor = 3.3%
Kredīta atmaksas veids	Anuitātes grafiks
Nodrošinājums	Aizņēmums ir nodrošināts ar hipotēku emitentam piederošiem nekustamajiem īpašumiem. Bankas nodrošinātā prasījuma summa ir 10 000 000 EUR
Aizņēmuma izmaksas biežums	Katru mēnesi (12 mēneši*4 gadi= 48 mēneši)

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

Saskaņā ar bankas noteikumiem, uzņēmumam būs 3.6.tabulā aprakstītās izmaksas.

Aizdevuma izmaksas

Kopējais aizdevuma apjoms	4 000 000,00 EUR
Ikmēneša maksājums	89 068,00 EUR
Kopējās procentu izmaksas	275 295,00 EUR
Bankas kredīta noformēšanas pakalpojumu apmaksa	$4\,000\,000,00 \cdot 0,1\% = 4\,000,00$ EUR
Ieķīlātā nekustamā īpašuma summa	10 000 000 EUR
Kopējā izmaksu summa uzņēmumam	4 279 295,00 EUR
Cena, ņemot vērā ieķīlāto nekustamo īpašumu	14 279 295,00 EUR

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

Kā var redzēt no augstākminētajiem aprēķiniem, no finansiālo izmaksu viedokļa uzņēmumam daudz izdevīgāk ir noformēt kredītu. Ņemot vērā, ka uzņēmumam ir sena vēsture un stabila peļņa, tas var atļauties ik mēnesi izmaksāt par kredītu 89 068,00 EUR. Turklāt uzņēmumam pieder liels nekustamā īpašuma daudzums, un tam ir iespēja apķīlāt nekustamo īpašumu uz summu 10 000 000 EUR. Ņemot vērā visus augstākminētos aprēķinus, uzņēmumam var rekomendēt vērsties bankā pēc papildus finansēšanas, nevis veikt obligāciju emisiju.

3.3. New Hanza Capital kā potenciālais aizdevuma ņēmējs vai obligāciju emitents

Uzņēmuma raksturojums

Uzņēmums tika dibināts 2006.gadā. Uzņēmums īsteno investīcijas naudas līdzekļu plūsmu veidojošos komerciālajos objektos, kuriem ir nākotnes ienākumu potenciāls, uzlabojot pilsētvidi un telpu īres pakalpojumu kvalitāti. *New Hanza Capital* uzņēmuma darbības mērķis ir investēt savus līdzekļus un trešo personu līdzekļus komerciālajos objektos, lai nodrošinātu kapitāla ilgtermiņa pieaugumu, telpu īres ienākumu stabilu palielināšanos un objektu vērtības palielināšanos ilgtermiņa perspektīvā. Uzņēmums specializējas tādu nekustamā īpašuma objektu iegādē kā ofisu ēkas, komerciālie objekti, noliktavas un loģistikas centri. Prioritāras investīcijas tiek īstenotas jau uzbūvētos un esošos ekspluatācijā objektos (t.i., pabeigtos projektos), ir paredzēta investīciju daļas īstenošana būves projektos un apbūves projektos, tajā skaitā arī finanšu centra *New Hanza* izveidei.

Uzņēmums noslēdzis 2017.gadu ar zaudējumiem 128 164 EUR apjomā, ko var izskaidrot ar to, ka uzņēmums investēja līdzekļus profesionāļu komandas izveidē tālākai uzņēmuma mērķu realizācijai, kas tika īstenota attiecīgajā periodā. Uzņēmums vēlas saņemt aizdevumu jauna nekustamā īpašuma iegādei 10 000 000,00 EUR apjomā. (Skatīt 3.7.tabulu)

3.7.tabula

New Hanza Capital galvenā finansiālā informācija 2016. – 2017.g., EUR

	31.12.2016.	31.12.2017.
Aktīvi kopā	1 818 613	15 580 037
Ilgtermiņa ieguldījumi kopā	773 704	3 979 729
Akciju vai daļu kapitāls (pamatkapitāls)	1 500 000	15 000 000
Neto apgrozījums	659 614	89 574
Pārskata gada peļņa vai zaudējumi	84 750	(128 164)

Avots: autores veidota tabula, izmantojot New Hanza Capital datus⁹⁵

⁹⁵New hanza Capital, “Darbības rādītāji” Pieejams:<http://nh.capital/lv/investoriem/darbibas-raditaji>

Ņemot vērā nelabvēlīgo uzņēmumam finanšu periodu, tas pieņēma lēmumu saņemt papildus finansējumu savai uzņēmējdarbībai. Ņemot vērā divu ārējās finansēšanas veidu iespējas, uzņēmums nolēma izpētīt, kāds no avotiem uzņēmumam būs vispieņemamākais.

1.variants: Obligāciju emisija

Saskaņā ar bankas piedāvājumiem noteikumiem, kopējais emisijas apjoms sastāda 10 000 000,00 EUR, un nominālā vienas obligācijas vērtība sastāda 1 000,00 EUR. Obligācijām nebūs nodrošinājuma, un emitenta maksātnespējas gadījumā investoriem būs tādas pašas tiesības, kā arī citiem kreditoriem atbilstošajā kategorijā. Gada procentuālā likme ir fiksēta un sastāda 4,9% (gadā), tāpēc obligāciju ienesīgums nav atkarīgs no bāzes procentu likmju izmaiņām starpbanku tirgū. Procentu ienākumi tiks izmaksāti divas reizes gadā: 27. aprīlī un 27. oktobrī. Emitentam ir tiesības dzēst obligācijas visā emisijas apjomā sākot ar otro gadu, par cenu, kas veido 102,5% no obligāciju nominālvērtības dzēšamās daļas, sākot ar trešo gadu, par cenu, kas veido 101,5% no obligāciju nominālvērtības dzēšamās daļas, un sākot ar ceturto gadu, par cenu, kas veido 100,0% no Obligāciju nominālvērtības dzēšamās daļas.

3.8.tabula

Obligāciju emisijas nosacījumi

Vērtspapīri	Obligācijas- NHC FXD EUR 270422
Obligāciju emisijas kopējais apjoms	10 000 000,00 EUR
Obligācijas nominālvērtība	1 000,00 EUR
Obligāciju skaits	10 000
Gada procentu likme	Fiksēta: 4,9% ar kupona izmaksu 2 reizes gadā
Procentu ienākuma izmaksu biežums un datums	Divas reizes gadā: 27. aprīlī un 27. oktobrī, sākot ar 2018. gada 27. oktobrī un beidzot ar 2022. gada 27. aprīli
Pirmstermiņa dzēšana	Emitentam ir tiesības anulēt pirms termiņa to Obligāciju laidiena daļu, kurai nav notikusi sākotnējā izvietošana
Pirmstermiņa atmaksas pieprasīšana	Investoram nav tiesību pieprasīt emitentam atmaksāt obligācijas nominālvērtību un uzkrātos procentus pirms termiņa
Dzēšanas datums	2022.gada 27.aprīlis Emitentam ir tiesības dzēst Obligācijas pirms termiņa saskaņā ar Prospekta nosacījumiem

Emisijas sagatavošanas termiņš	4-6 mēneši
--------------------------------	------------

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

Nemot vērā noteikumus, ko piedāvā banka, uzņēmumam būs 3.9.tabulā uzskaitītās izmaksas obligāciju emisijas gadījumā.

3.9.tabula

Obligāciju emisijas izmaksas

Kopējais emisijas apjoms	10 000 000,00 EUR
Obligācijas nominālā vērtība	1 000,00 EUR
Procentuālā ienākuma izmaksa četru gadu laikā	245 000,00*4= 1 960 000,00 EUR
Emisijas organizēšana, ko veic Banka + obligāciju izvietošana biržā	0,5% no emisijas apjoma = 50 000,00 EUR
Emisijas apkalpošana, ko veic Banka	0,1% (gadā) no emisijas apjoma =10 000,00 EUR
Obligāciju izmaksas dzēšanas momentā	10 000 000,00 EUR
Kopējā izmaksu summa uzņēmumam	12 020 000,00 EUR
Izmaksu summa, neņemot vērā aizdevuma summu	2 020 000,00 EUR

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

2.variants: Bankas kredīts

Uzņēmums izskata arī iespēju noformēt bankas kredītu. Kopējais aizdevuma apjoms sastāda 10 000 000,00 EUR. Kredīts tiks izsniegts pret nekustamā īpašuma ķīlu, kura vērtībai pēc bankas prasībām ir jāsastāda ne mazāk par 20 000 000 EUR, un emitenta maksātspējas gadījumā šis nekustamais īpašums tiks konfiscēts. Gada procentuālā likme ir mainīga un patlaban sastāda 3,00% + 6M Euribor. Kredīta maksājumi kopā ar procentiem tiks īstenoti ik mēnesi ar anuitātes maksājumiem.

Aizņēmuma nosacījumi

Aizņēmuma summa izsniegšanas brīdī	10 000 000,00 EUR
Atmaksas termiņš	27.04.2022
Gada procentu likme	3,00% + 6M Euribor
Nodrošinājums	Aizņēmums ir nodrošināts ar hipotēku emitentam piederošiem nekustamajiem īpašumiem. Bankas nodrošinātā prasījuma summa ir 20 000 000 EUR
Aizņēmuma izmaksas biežums	Katru mēnesi (12 mēneši*4 gadi= 48 mēneši)

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

Saskaņā ar bankas noteikumiem, uzņēmumam izveidosies 3.11.tabulā aprakstītās izmaksas.

Aizdevuma izmaksas

Kopējais aizdevuma apjoms	10 000 000,00 EUR
Ikmēneša maksājums	222 671,00 EUR
Kopējās procentu izmaksas	688 239,00 EUR
Bankas kredīta noformēšanas pakalpojumu apmaksā	$10\,000\,000,00 * 0,1\% = 10\,000,00$ EUR
Ieķīlātā nekustamā īpašuma summa	20 000 000 EUR
Kopējā izmaksu summa uzņēmumam	10 698 239,00 EUR
Cena, ņemot vērā ieķīlāto nekustamo īpašumu	30 698 239,00 EUR

Avots: autores veidota tabula, izmantojot ABLV Bank datus

No matemātisko aprēķinu viedokļa, uzņēmumam būtu izdevīgāk ņemt kredītu. Tomēr patlaban uzņēmumam nav tāda finansiālā nodrošinājuma (20 000 000 EUR), lai tam būtu iespēja saņemt bankas aizdevumu. Turklāt obligāciju emisijas gadījumā uzņēmumam būs nepieciešams īstenot kupona, kas sastāda 245 000,00 EUR, izmaksu divas reizes gadā, tomēr kredīta gadījumā ikmēneša maksājums sastādīs 222 671,00 EUR. Šobrīd uzņēmuma rīcībā nav tāda līdzekļu apjoma, lai īstenotu ikmēneša maksājumus. Papildus tam, ar obligāciju emisijas palīdzību uzņēmums saņemtu papildus reklāmu, un varētu uzlabot savu finansiālo stāvokli vēl ātrāk.

Pamatojoties uz šajā nodaļā veikto matematisko analīzi, autore nonāca pie šādiem secinājumiem:

- 1) Sākot ar 2011.gadu, ABLV Bank veica 46 publiskās emisijas ar kopējo apjomu 1,45 miljardi eiro pēc nominālās vērtības.
- 2) Lai veiktu obligāciju emisiju, uzņēmumam ir jāīsteno sava darbība ne mazāk kā 2 gadu garumā, kā arī jāsniedz nepieciešamā informācija bankai (par savu darbību, finanšu atskaitēm, bankas kontiem, kā arī par vēlamo emisijas apjomu).
- 3) Kredīta, kas noformēts ABLV, noteikumi paredz minimālo aizdevuma summu 300 000 EUR apjomā, kredīta termiņu ne ilgāku par 5 gadiem, un kredīta procents tiek noteikt individuāli (USD – 6M LIBOR USD, EUR – 6M EURIBOR EUR), min. 0,3% + bruto marža.
- 4) Uzņēmumam Baltic Re Group ir izdevīgāk noformēt bankas kredītu, jo uzņēmumam ir pietiekošs kapitāls, lai īstenotu ikmēneša kredīta izmaksas, kā arī pietiekošs aktīvu apjoms, un uzņēmums var atmaksāt kredīta ķīlu.
- 5) Uzņēmumam New Hanza Capital finansiāli izdevīgāk ir noformēt bankas kredītu, tomēr uzņēmumam nav pietiekošs aktīvu daudzums, lai noformētu kredītu ar ķīlu uz vēlamo summu, kā arī uzņēmums nevar atļauties īstenot ikmēneša kredīta izmaksas.

3.4. Intervija ar ABLV Bank Investīcijas nodaļas vadītājiem

Šajā nodaļā tiks veikta fokusa grupas analīze, kurā piedalīsies bankas investīciju nodaļu vadītāji. Kopumā fokusa grupā piedalījās 5 cilvēki: ABLV Asset Management Valdes Priekšsēdētājs – L.K., Investīciju produktu nodaļas vadītājs – Z.J., Kredītu Menedžeris – N.F., Investīciju produktu Menedžeris – T.B., Investīciju pārvaldes vadošais menedžeris – S.G. Šīs diskusijas galvenie uzdevumi bija noskaidrot:

- Cik populārs risinājums Latvijas uzņēmumiem ir obligāciju aizdevums?
- Kādas ir obligāciju galvenās priekšrocības, salīdzinot ar bankas aizdevumu?
- Ar kādām grūtībām uzņēmums var sastapties, īstenojot savu pirmo obligāciju emisiju?
- Kā arī, cik ilgā laika posmā banka palīdz citiem uzņēmumiem obligāciju emisijas organizēšanā?

Obligāciju aizdevuma popularitāte Latvijā

Saskaņā ar (L.K.), patlaban globālā makroekonomika piedzīvo izaugsmi, uzrādot ievērojamu visu rādītāju palielināšanos, un, ņemot vērā analītiķu prognozes, globālā IKP pieaugums 2018.gadā sastādīs 3-4%, tajā skaitā 2-2,5% ASV un Eiropā. Turklāt valstis, kas attīstās – Indija un Ķīna – demonstrē 6-7% pieaugumu. Uz šo brīdi, neraugoties uz sasprindzināto politisko situāciju, dotā tendence diez vai tiks apstādināta. Dotā tendence pozitīvi ietekmē arī Latvijas ekonomiku, tāpēc aizvien lielāks uzņēmumu daudzums interesējas par obligāciju aizdevumu kā par papildus finansēšanas piesaistīšanas līdzekli (Z.J.). Z.J. arī piebilst, ka daudzi pētījumi uzrāda, ka attīstošās valstīs populārāks ir kredīts, bet attīstītās valstīs – obligācijas. Turklāt, kā piebilst (T.B.), obligāciju tirgus attīstība var tikt arī demonstrēta, ņemot par piemēru Bankas klientus. Vēl 2011.gadā daudziem klientiem nācās paskaidrot, kas ir obligācijas, bet mūsdienās klienti jau ierodas bankā, lai iegādātos tās. Turklāt interese pret obligācijām ir pieaugusi gan no potenciālo emitentu puses, gan no investoru puses. S.G. piebilst, ka, ja aplūko tikai Baltijas valstis, tad situācija vērtspapīru tirgū katrā no tām ir absolūti pretēja. Piemēram, Igaunijā akciju tirgus ir ļoti attīstīts, un regulāri tiek papildināts ar jauniem emitentiem. Bet, kas attiecas uz obligāciju tirgu, tad tas ir ārkārtīgi ierobežots. Tika veiktas tikai dažas emisijas, un tās neieguva īpašu popularitāti. Tomēr Latvijā aina ir pretēja. Latvijas tirgū pastāv apmēram 30-40 uzņēmumi, kas varētu veikt emisiju. Turklāt, kā apgalvo T.B., nevēlēšanās emitēt akcijas un ielaist uzņēmumā jaunus akcionārus, tā ir latviešu uzņēmēju mentalitātes īpatnība, kas saglabājusies vēl no 90-tajiem gadiem. Pozitīvā attieksme pret obligācijām izveidojusies tāpēc, ka tas ir vienkārši naudas aizdevums. S.G. piekrita T.B. viedoklim, pamatojot to ar faktu, ka Latvijā pagaidām ir lielāka akcionāru vēlme piesaistīt līdzekļus noteiktam termiņam (un pēc

investīcijas projekta beigām obligācijas tiek dzēstas). Tomēr, kā piebilst L.K., Latvijā ir salīdzinoši neliels obligāciju tirgus, ja to salīdzina ar Eiropas obligāciju tirgu, un to var izskaidrot ar apstākli, ka Latvijas emitentiem parasti nav starptautiskā reitinga (Fitch vai Moody's), jo uzņēmumi ir salīdzinoši mazi. Tomēr saskaņā ar (Z.J.) viedokli, kad banka organizēja emisiju vienam no saviem klientiem, pieprasījums no investoru puses pārsniedza piedāvājumu par 25%. Ja runa iet par klientu profilu, tad Latvijas tirgū aktīvākas ir privātpersonas, un kas attiecas uz pircējiem – parasti ārzemju klientiem – to vidū ir gan privātpersonas, gan arī uzņēmumi. Kā piebilst (N.F.), vietējie iedzīvotāji netiecas iegādāties obligācijas, jo tradicionāli ir pieraduši pie bankas depozīta, neraugoties uz tā minimālo ienesību. Tomēr, kā apgalvo T.B., dotā tendence mainās, jo, ievietojot naudu depozītā (piemēram, uz 5 gadiem), līdzekļu pirmstermiņa izņemšanas gadījumā klients nomaksā bankai soda komisiju, bet gadījumā ar obligācijām pastāv iespēja tās pārdot sekundārajā tirgū pirms termiņa.

Obligāciju aizdevuma priekšrocības, salīdzinājumā ar citiem ārējās finansēšanas veidiem

Visi fokusa grupas dalībnieki vienbalsīgi piekrita tam, ka obligācijas emitentam ir daudz izdevīgākas nekā līdzekļu piesaistīšana no tiešām investīcijām. Piemēram, investoru ienesīguma vēlmes no ieguldītā kapitāla parasti sastāda 15-25% gadā. Tomēr ir svarīgi atcerēties, ka uzņēmuma īpašniekiem tas nozīmē kontroles pār kapitālu daļēju zaudēšanu (N.F.). Savukārt uzņēmumam ar nelielu kredītriska līmeni obligācijas kupona maksājumi sastādīs 4-8% gadā (N.F.). Turklāt, kā piebilst (T.B.), viena no obligāciju izlaišanas galvenajām priekšrocībām ir tā, ka uzņēmums saņem papildus reklāmu kapitāla tirgū. Papildus tam, ja pirmā obligāciju emisija ir sekmīgi norisinājusies un emitents pēcāk ir dzēsis savas saistības termiņā, tātad, investoru uzticība ir pieaugusi, un nākamās emisijas var tikt izvietotas ar zemākām kuponu likmēm. N.F. veido paralēles ar banku kredītiem un kā piemēru min to, ka gadījumā, kad klients vēršas bankā pēc biznesa kredīta, tad noteikumus, atgriešanas termiņus un procentuālo likmi parasti nosaka banka. Tomēr obligāciju gadījumā klients var pats izvēlēties noteikumus, ar kuriem obligācijas tiks emitētas. Turklāt, ja uzņēmums noformē bankas kredītu, pamata summu parasti ir jādzēš vienu reizi mēnesī. Obligāciju gadījumā pamata summas izmaksa parasti notiek dzēšanas termiņa beigās, kas dod iespēju būtiski samazināt biznesa finansiālo noslodzi, kā arī realizēt jaunus projektus, kuru vajadzībām tika piesaistīti līdzekļi. Un, pats galvenais, emitentam ir tiesības patstāvīgi uzstādīt procentu (kupona) izmaksas periodiskumu reizi ceturksnī, pusgadā vai reizi gadā. S.G., salīdzinot kredītu un obligāciju aizdevumu, secina, ka uzņēmumam var būt pietiekoši liela naudas līdzekļu plūsma, lai apkalpotu savas saistības, bet tajā pašā laikā jauna kredīta saņemšanai bankā var trūkt nodrošinājuma. Pretstatā tam, obligāciju emitēšana var palīdzēt saņemt nepieciešamo kapitālu

biznesa attīstībai bez papildus nodrošinājuma. T.B. arī piebilst, ka papildus tam, emitentam ir tiesības pašam noteikt vienas obligācijas cenu, un tas palielina iespēju, ka obligāciju iegādāsies ne tikai juridiska persona, bet arī fiziska. Turklāt salīdzinoši mazs nomināls (piemēram, 1 000 EUR) arī ir ērts darījumiem sekundārajā tirgū, jo klients var pārdot daļu no obligācijām pirms dzēšanas termiņa, ja radusies steidzama nepieciešamība pēc līdzekļiem.

Grūtības, ar kurām var sastapties emitents

Tomēr obligāciju izlaišanas process nav tikpat vienkāršs, kā, piemēram, bankas kredīta noformēšana vai cita finansēšanas avota piesaistīšana (Z.J.). Piemēram, ja uzņēmums izlems vērsties bankā ar nolūku saņemt palīdzību emisijas organizēšanai, bankas ir gatavas sadarboties tikai ar uzņēmumiem, kuriem ir zems vai vidējs riska profils. Tātad klientu nenodrošināto obligāciju ienesībai ir jābūt ne mazākai par 6-8% gadā, ja emisija tiek veikta pirmo reizi. Bet nākamo emisiju gadījumā kupons var sastādīt 4-6% gadā. L.K. piebilst, ka papildus izdevumiem par kupona izmaksu klientiem, emitentam ir jāapmaksā arī bankas, kas organizē emisiju, pakalpojumi. Parasti likme sastāda līdz 2% no emisijas apjoma un ir atkarīga no emisijas apjoma. Dotajā summā tiek iekļautas izmaksas pirmreizējās izvietojšanas sagatavošanai un organizēšanai (banka var dzēst daļu no emisijas primārajā tirgū). Parasti jo lielāks ir emisijas apjoms, jo zemāks var būt komisijas apjoms. Turklāt, kā apgalvo Z.J., potenciālajam emitentam nepieciešams arī atcerēties, ka izlaižamās obligācijas tiek reģistrētas biržā, kas arī nozīmē papildus izmaksas. Vēl viens šķērslis, kā piebilst T.B., var būt pati industrija, kurā darbojas uzņēmums. Tomēr bankas labprāt vēlas sadarboties ar tiem uzņēmumiem, kas nodarbojas farmaceitisko līdzekļu, loģistikas vai nekustamā īpašuma industrijās. Turklāt, kā apgalvo S.G., bankas parasti dod priekšroku vidējam un lielam biznesam, jo tikai tādi uzņēmumi var atļauties minimālo emisijas apjomu, kurš parasti sastāda 2 miljonus EUR. Veikt mazāka apjoma emisiju nav rentabli, ņemot vērā sarežģīto organizatorisko procesu un emisijas organizēšanas izmaksas emitentam. L.K. apgalvo, ka vēl viens svarīgs kritērijs ir uzņēmuma kopējā parāda apjoms attiecībā pret EBITDA rādītāju (peļņa līdz procentu, nodokļu un amortizācijas atskaitījumiem), domājot ar to, ka parāda apjomam ir jābūt nozares normas robežās. Turklāt emitenta rīcībā ir jābūt pietiekošai naudas plūsmai, lai izmaksātu kuponu un citas naudas saistības, un N.F. uzsver, ka papildus visiem kritērijiem, ko minēja L.K., vēl viena obligāta prasība emitentam ir pēc starptautiskajiem IFRS standartiem auditoru pārbaudīta finanšu uzskaitē par kā minimums pēdējo atskaites periodu. Kā skaidro L.K., šādas stingras prasības pret emitentiem var izskaidrot ar to, ka ik gadu Eiropas regulatora prasības pret dokumentāciju emisiju sagatavošanai un publiskajai izlaišanai kļūst aizvien sarežģītākas, ņemot vērā, ka papildus vietējai regulēšanai ir jāņem vērā arī Eiropas prasības.

Tomēr investoriem tā, tieši otrādi, ir priekšrocība, jo tagad daudzi aspekti ir standartizēti. T.B. piemin vēl vienu kritēriju, kas var sagādāt uzņēmumam grūtības, un skaidro, ka obligācijas nevar emitēt tikpat ātri, kā, piemēram, noformēt bankas kredītu. Bankas prakse liecina par to, ka parasti no uzņēmuma akcionāru lēmuma pieņemšanas momentam līdz obligāciju izlaišanai paiet pieci-seši mēneši. Tomēr S.G. ir pārliecināts par to, ka dotais obligāciju aizdevuma trūkums nav būtisks, jo gadījumā, ja klients plāno iegādāties kādu biznesu vai objektu, obligācijas dod iespēju piesaistīt finansējumu jau iepriekš, un darījuma momentā nauda jau atradīsies klienta kontos. Un pēdējais, iespējams, vislielākais sarežģījums emitentam saskaņā ar Z.J., ir uzņēmuma finansiālā stabilitāte. Piemēram, ja uzņēmuma bizness vēsturiski attīstījies ar kredītu palīdzību, attiecības ar kreditēšanas banku jau ir izveidotas, un gadījumā, ja biznesā rodas sarežģījumi, kredīta noteikumi var tikt pārlūkoti un mainīti. Tomēr gadījumā ar obligācijām emitentam ir jābūt pārliecinātam par biznesa stabilitāti visa emisijas termiņa laikā (līdz dzēšanai).

ABLV Bank kā citu uzņēmumu emisijas organizators

Saskaņā ar T.B., ABLV Bank pirmo reizi izlaida pašu obligācijas biržā 2012.gada sākumā, un uzreiz saņēma biržas Nasdaq Baltic apbalvojumu par vietējā finanšu instrumentu tirgus attīstību. Kā arī, kā piebilst Z.J., pēdējo 5 gadu laikā banka ir palīdzējusi daudziem uzņēmumiem emisiju organizēšanā, nodrošinot pilnu servisu obligāciju izlaišanai nepieciešamās dokumentācijas sagatavošanai, kā arī dažos gadījumos veicot sākotnējo emisijas izvietojumu pilnā apjomā. Daudziem uzņēmumiem tas nozīmēja pārliecību par to, ka emisija notiks kā minimums pilnā apjomā, piebilst T.B. Turklāt, kā apgalvo L.K., papildus uzņēmumu emisijas organizēšanai, banka var arī uzņemties investora lomu, šādā veidā demonstrējot bankas klientiem, ka pati banka novērtē doto investīciju kā stabilu, un šādā veidā piesaistot savus klientus veikt ieguldījumus uzņēmumā, kuram banka palīdzēja veikt obligāciju emisiju. L.K. apkopo teikto, minot, ka bija piemēri, kad Latvijā obligācijas izlaida ārzemju uzņēmumi, bet banka tiecās fokusēties uz vietējo tirgu, palīdzot tikai Latvijas uzņēmumiem.

Pamatojoties uz šajā nodaļā veikto matemātisko analīzi, autore nonāca pie šādiem secinājumiem:

- 1) Lielāks uzņēmumu daudzums interesējas par obligāciju aizdevumu jo globālā makroekonomika piedzīvo izaugsmi, un tā tendence pozitīvi ietekmē arī Latvijas ekonomiku.
- 2) Latvijas vērtspapīru tirgus ir visattītākais Baltijas tirgu, tomēr Latvijas tirgus ir salīdzinoši neliels salīdzina ar Eiropas obligāciju tirgu, jo Latvijas emitentiem parasti nav starptautiskā reitinga.
- 3) Latvijas iedzīvotāji netiecas iegādāties obligācijas, jo tradicionāli ir pieraduši pie bankas depozīta, neraugoties uz tā minimālo ienesību.
- 4) Obligācijas emitentam ir daudz izdevīgākas nekā līdzekļu piesaistīšana no tiešām investīcijām.
- 5) Biznesa kredīta gadījuma, noteikumus, atgriešanas termiņus un procentuālo likmi parasti nosaka banka bet obligāciju gadījumā emitents var pats izvēlēties noteikumus, ar kuriem obligācijas tiks emitētas, ka arī uzņēmums saņem papildus reklāmu kapitāla tirgū
- 6) Obligāciju emitēšana var palīdzēt saņemt nepieciešamo kapitālu biznesa attīstībai bez papildus nodrošinājuma.
- 7) Organizējot klienta emisiju, Bankas ir gatavas sadarboties tikai ar uzņēmumiem, kuriem ir zems vai vidējs riska profils, ka arī klientiem ir jābūt pietiekošai naudas plūsmai, lai izmaksātu kuponu un citas naudas saistības.
- 8) Bankas var nodrošinot pilnu servisu obligāciju izlaišanai, kā arī veikt sākotnējo emisijas izvietojumu pilnā apjomā, kas nozīmē pārliecību par to, ka emisija notiks pilnā apjomā.

SECINĀJUMI UN PRIEKŠLIKUMI

Maģistra darbā tika izanalizēti ārējās finansēšanas avoti, kurus var izmantot uzņēmums gadījumā, ja pašu līdzekļi nav pietiekoši. Turklāt darbā tika veikta analīze, kas pamatojās uz literatūras apskatu, matemātiskiem aprēķiniem, kā arī fokusa grupas rezultātiem, ar mērķi noskaidrot, kāds no finansēšanas variantiem ir izdevīgāks.

1. Izpētes jautājums

1) Kādi trūkumi un priekšrocības piemīt diviem ārējās finansēšanas veidiem?

• **Obligāciju emisijas priekšrocības**

1. Emitents pats uzstāda visizdevīgākos un vēlamākos sev noteikumus obligāciju emisijai.
2. Obligāciju emisija dod iespēju izrīkoties ar iegūtajiem līdzekļiem ilgstošā laika posmā, aprobežojoties tikai ar uzkrājamo ieņēmumu izmaksām obligāciju apriņķošanas periodā.
3. Augstā korporatīvo obligāciju likviditāte piesaista investorus.
4. Emitentu finansē viss tirgus, pateicoties tam, nepastāv atkarība no individuāla kreditora.
5. Uzņēmums vēršas pie visa tirgus kā pie kreditora, izveidojot uzņēmuma mārketinga slēpto kanālu.
6. Līdzekļu piesaistīšanas alternatīva avota esamība var nodrošināt izdevīgākus bankas kreditēšanas noteikumus.
7. Emitents nodrošina uzņēmuma informācijas atklāšanu, tādejādi tiecoties to vēl vairāk uzlabot.
8. Procents tiek izmaksāts tikai obligācijas dzēšanas laikā, vai kuponu dzēšanas procesā.
9. Pastāv iespējamība pārdot obligācijas pirms termiņa sekundārajā tirgū.
10. Ja pirmā emisija noritējusi sekmīgi, nākamās emisijas var izvietot ar zemākām procentu likmēm.

• **Obligāciju emisijas trūkumi**

1. Emisija var būt izdevīga uzņēmumam tikai tajā gadījumā, ja aizdevuma summa sastāda vismaz vairākus miljonus.
2. Obligāciju emisiju var atļauties vidēji un lieli uzņēmumi.
3. Uzņēmumam ir nepieciešams ilgstošs termiņš emisijas sagatavošanai.

4. Pirmreizējās emisijas gadījumā procentu izmaksas, kā arī papildus izmaksas ir diezgan lielas, salīdzinājumā ar risku, kuriem tiek pakļauts emitents, lielumu.
5. Investori, kas ir ieinteresēti ieguldīto līdzekļu atgriezeniskumā, momentāni reaģēs uz uzņēmuma darbības rezultātiem.
6. Augstas regulatīvās izmaksas, salīdzinājumā ar citiem parādu finanšu instrumentiem.
7. Gadījumā, ja emisija tiek organizēta ar bankas starpniecību, bankas ir gatavas sadarboties tikai ar uzņēmumiem, kuriem ir zems vai vidējs riska profils.
8. Obligāciju emisijas noteikumus nevar mainīt, neatkarīgi no emitenta finansiālā stāvokļa.

- **Bankas aizdevuma priekšrocības**

1. Pastāv iespējas izvēlēties kredītēšanas shēmu, ir nodrošināti elastīgi aizņēmuma līdzekļu noteikumi, it īpaši attiecībā uz pastāvīgajiem klientiem.
2. Līdzekļu un laika zemās izmaksas kredīta piesaistīšanai.
3. Bankas kredītam netiek piemērots nodoklis.
4. Konfidencialitāte un stingru prasību pret uzņēmuma informācijas atklāšanu neesamība.
5. Ja biznesā rodas sarežģījumi, kredīta noteikumi var tikt mainīti.
6. Jo lielāka ir aizdevuma summa, jo zemāka ir procentuālā likme.

- **Bankas aizdevuma trūkumi**

1. Kredīta nodrošināšana ievērojami pārsniedz kredīta summu.
2. Kredītu nodrošināšanas un dzēšanas noteikumus var mainīt Banka gadījumā, ja parādnieks nepilda savas saistības.
3. Kredīta dzēšanas ikmēneša lielie maksājumi.
4. Liela iespējamība, ka banka atteiks izsniegt kredītu.

1. **Izpētes jautājums**

- *Cik izplatītas ir korporatīvās obligācijas Eiropā un Latvijā?*

Eiropā

1. Vislielākie korporatīvo obligāciju tirgi Eiropā atrodas Francijā, Lielbritānijā, Nīderlandē, Vācijā, Itālijā un Luksemburgā.

2. Eiropas korporatīvās obligācijas ir vispopulārākās tādos sektoros kā Utilītu, Patērētāju diskrecionārās izvēles, Industriālajos, Komunikāciju, Materiālu, Patēriņa preču un Enerģijas sektori.
3. Vidējais emisijas apjoms Eiropā sastāda 400 miljonus eiro.
4. Monetārās finanšu institūcijas (MFI) ir lielākās korporatīvo obligāciju īpašnieces Eirozonā.
5. ES banku tirgi joprojām piedāvā lētākus finansēšanas avotus nekā obligāciju tirgi.

Latvijā

1. Pēdējo 5 gadu laikā Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus ir palielinājies gandrīz divas reizes.
2. Interese par obligācijām ir palielinājusies gan potenciālajiem emitentiem, gan arī investoriem.
3. Korporatīvo obligāciju emisiju līderis Latvijā ir finanšu sektors.
4. Praktiski visas obligācijas, kas pieejamas Latvijas biržā, ir kuponu obligācijas.
5. Latvijas tirgus ir visattīstītākais korporatīvo obligāciju tirgus Baltijas valstīs.
6. Salīdzinoši nelielo obligāciju tirgu Latvijā, salīdzinājumā ar Eiropas obligāciju tirgu, var izskaidrot ar to, ka emitentiem Latvijā parasti nav starptautiskā reitinga (Fitch vai Moody's), jo uzņēmumi ir salīdzinoši nelieli.
7. Latvijas tirgū pircēji ir ārzemju klienti - gan privātpersonas, gan arī uzņēmumi.
8. Vietējie iedzīvotāji netiecas pirkt obligācijas, jo tradicionāli ir pieraduši pie bankas depozīta, neraugoties uz tā minimālo ienesīgumu.

2. Izpētes jautājums

- *Kāds lēmums uzņēmumam ir izdevīgāks – veikt emisiju vai ņemt kredītu?*

Matemātiskie aprēķini atklāja, ka, raugoties no finansiālā viedokļa un ņemot vērā tos apstākļus, ko var piedāvāt ABLV banka, abiem uzņēmumiem ir izdevīgāk noformēt kredītu. Tomēr ne katrs uzņēmums atbilst Bankas prasībām kredīta saņemšanai.

- Uzņēmumam var rekomendēt noformēt **aizdevumu bankā**, ja:
 1. Uzņēmumam ir stabils finansiālais stāvoklis, un tas var atļauties ievērojamas ikmēneša kredītu izmaksas, neapgrūtinot turklāt savu biznesu.
 2. Uzņēmumam ir nepieciešama steidzīga līdzekļu iegūšana, turklāt uzņēmumam ir pietiekoša aktīvu summa ķīlas nodrošināšanai.

3. Uzņēmumam ir attīstītas mārketinga kampaņas, un tam nav nepieciešamības pēc papildus reklāmas.
4. Uzņēmumam nav vēlšanās dažādot savu investīciju portfeli.
5. Uzņēmumam ir iespēja saņemt bankas aizdevumu ar pieņemamiem uzņēmumam noteikumiem.
 - Uzņēmumam var rekomendēt veikt **obligāciju emisiju**, ja:
 1. Uzņēmumam nav pietiekoši līdzekļu, lai izturētu finansiālo slodzi, ko rada ikmēneša kredīta izmaksas.
 2. Uzņēmumam nav nepieciešams saņemt naudas aizdevumu steidzīgi, un tas var kādu laiku pagaidīt.
 3. Uzņēmums nav pietiekoši atpazīstams tirgū, un tas vēlētos saņemt papildus reklāmu.
 4. Uzņēmums darbojas stabilā industrijā, un var nodrošināt obligāciju izmaksas līdz to dzēšanas termiņam.
 5. Uzņēmums pats vēlas uzstādīt sev izdevīgākos un ērtākos noteikumus obligāciju emisijai.
 6. Uzņēmums vēlas saņemt aizdevumu vairāku miljonu apjomā.
 7. Uzņēmumam nav pietiekoši līdzekļu, lai nodrošinātu kredīta ķīlu.
 8. Uzņēmumam ir zems vai vidējs riska profils.
 9. Uzņēmumam ir finanšu atskaites, ko pārbaudījuši auditori pēc starptautiskajiem IFRS standartiem.

Nobeiguma secinājumi

- 1) Abiem ārējo aizņēmuma līdzekļu veidiem ir savas priekšrocības un trūkumi, un nav iespējams viennozīmīgi noteikt, kāds no diviem veidiem ir labāks. Viss ir atkarīgs no uzņēmuma finansiālā stāvokļa, industrijas, kurā tas darbojas, kā arī noteikumiem, ar kādiem uzņēmums vēlētos saņemt aizdevumu.
- 2) Ja ņem vērā kopējās divu finansēšanas avotu izmaksas, un neņem vērā kredīta ķīlu, izdevīgāks risinājums uzņēmumam papildus līdzekļu piesaistīšanai ir bankas aizdevums.
- 3) Obligāciju emisija ir labs risinājums uzņēmumiem, kas vēlas iegūt aizdevumu vairāku miljonu apjomā, kuriem nav pietiekoši lieli aktīvi, lai dzēstu kredītaizdevumu, nav liels finansiālais apgrozījums, lai veiktu ikmēneša kredīta izmaksas, bet kuri vēlas paaugstināt savu atpazīstamību tirgū.
- 4) Bankas kredīts ir labs risinājums uzņēmumiem ar pietiekoši lielu apgrozījumu, lai tie spētu dzēst ikmēneša kredītaizdevumus, būtiski nenoslogojot biznesu, un kuriem ir pietiekoši lieli aktīvi,

lai nodrošinātu kredītaizdevumu, kā arī kuriem ir iespēja noformēt bankas kredītu ar pieņemamiem uzņēmumam noteikumiem.

5) Korporatīvo obligāciju tirgus Latvijā turpina augt, piesaistot aizvien vairāk uzmanības no potenciālo emitentu un investoru puses.

6) Latvijas korporatīvo obligāciju tirgus ir visattīstītākais Baltijas valstu vidū.

7) Neraugoties uz Eiropas korporatīvo obligāciju tirgus lielo apjomu, Eiropā vēl aizvien ir ļoti populārs bankas aizdevums.

Priekšlikumi

1) Ja uzņēmums veic obligāciju emisiju pirmo reizi, tas var vērsties pēc palīdzības pie konsultējošās bankas, kas palīdzēs emisijas organizēšanā, kā arī nodrošinās visa emisijas apjoma pārdošanu primārajā tirgū.

2) Kompānijām ir jācenšas sekmīgi norisināt savu pirmo emisiju, jo tad investoru uzticība pieaugs, un nākamās emisijas var tikt izvietotas ar zemākām kuponu likmēm

3) Uzņēmumiem Latvijā ir jātiecas iegūt starptautisko kredītreitingu, lai palielinātu potenciālo obligāciju pircēju plūsmu.

4) Var tikt īstenotas akcijas ar nolūku iepazīstināt vietējos iedzīvotājus ar alternatīvu ienākumu veidu, ko var nodrošināt obligācijas.

5) Uzņēmumus var apmeklēt finanšu konsultanti no bankām, kuri var pastāstīt par obligāciju emisiju un nodrošināt saistītos ar to pakalpojumus.

6) Bankas labprāt vēlas sadarboties ar tiem uzņēmumiem, kas nodarbojas farmaceitisko līdzekļu, loģistikas vai nekustamā īpašuma industrijās.

7) Kompānijas biznesam jābūt vidējam vai biznesam, jo tikai tādi uzņēmumi var atļauties minimālo emisijas apjomu, kurš parasti sastāda minimum 2 miljonus EUR jo tikai tāds apjoms ir rentabls.

IZMANTOTĀS LITERATŪRAS UN AVOTU SARAKSTS

Pamatsaraksti

1. Aizenman J., Jinjark Y., Lee, M., un Park D. "Developing countries' financial vulnerability to the eurozone crisis: an event study of equity and bond markets", *Journal Of Economic Policy Reform*, e-resurs-EBSCOhost, 2016, 2-19p.
2. Antonoaie V. "External Market penetration for Companies in the Wood Industry", *Pro Ligno*, e-resurs-EBSCOhost N.9, 2013, 803-7p.
3. Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds "Analysis of European Corporate Bond Market", European Commission, 2018, 67-68-88p.
4. Contesi S., Li L., un Russ K. "Bank vs. Bond Financing Over the Business Cycle", *Economic SYNOPSES*, N.31, 2013, 2-3p.
5. Choudhry M. un Oliver A. "Bank and asset liability management", Singapore, Wiley, 2007, 52-54-1440 p.
6. Ferreira M. un Matos "Universal Banks and Corporate Control: Evidence from the Global Syndicated Loan Market", e-resurs-EBSCOhost, *Review Of Financial Studies*, N.9, 2012, 2705-2707-42p.
7. Grišins J., Janvars M., Dubrovskis J., Auziņa-Melaksne D., Vīksna A., Skutelis J., Tihomirovs Ģ. un Krūtainis M. "No idejas līdz panākumiem", Rīga, SIA "Lietišķās informācijas dienests", N.5, 2009., 24.-27., 148.-149., 152., 163.-192.lpp.
8. Halpin S.M. "Historical Influences on the Changing Nature of Leadership Within the Military Environment", *Military Psychology*, e-resurs-EBSCOhost, Taylor&Francis Ltd, N.23, 2011, 481-482-10p.
9. Houweling P. un Zundert J. "Factor Investing in the Corporate Bond Market", *Financial Analysts Journal*, e-resurs-EBSCOhost, N.73, 2017, 100-16p.
10. "Investment Preferences: Bonds and Real Estate Increase in Popularity", *Spectrem Affluent Index Series*, e-resurs-EBSCOhost, Business Source Complete, N.9, 2016, 2-2p.
11. Jan M. un Hovorková V. "Loan versus Bond Financing of Czech Companies and the influence of the Global Recession", *Journal Of Competitiveness*, e-resurs-EBSCOhost, N.9, 2017, 74-75-17p.
12. Marx K. un Engels F. "Capital", Moscow, Foreign Languages Publishing House, 1954, 770-1152p.

13. Nye R. "Understanding And Managing The Credit Rating Agencies", e-resurs-EBSCOhost, Euromoney Books, 2014,4-225p.
14. Quinlan C. "Business Research Methods", Hampshire: South-Western Cengage Learning, N.1, 2011,34-35-410p.
15. Saulietis A. un Kokorevičs G. "Obligāciju ekonomiskā un juridiskā daba", *Skaidrojumi un Viedokļi*, N.50, 2013, 6.-9.-9.lpp.
16. Sekaran U. un Bougie R. "Research methods for business: A skill-building approach.", United Kingdom, Wiley, John&Sons, N.5,2009,85,90-467p.
17. Simanovsky S. "Bonds for beginners", Grandville, Global Finance School, 2010,51-64p.
18. Tocelovska N. "FRAMEWORK FOR ANALYSIS OF LATVIAN CORPORATE BOND MARKET DEVELOPMENT", Economic Science For Rural Development Conference Proceedings, e-resurs-EBSCOhost, 2016,358-8p.

Паматараксти криву валодā

19. Бернштейн У. "Разумное распределение активов. Как построить свой портфель с максимальной доходностью и минимальным риском", Москва, Манн, Иванов и Фербер, Н.1, 2012,102-103-262с.
20. Букирь М. "Облигации: бухгалтерский учет в банках и другие аспекты работы", Москва, Кнорус, Н.1, 2018,136-210с.
21. Гуцин В. и Овчинников А. "Инвестиционное право", Учебник, Москва, Н.2, 2014,136-138-160с.
22. Карбовский В. и Алексеева О. "Оценка рисков на рынке облигаций", Москва, «Директ-Медиа», 2011,87-141с.
23. Короткова Ю. "Финансы, деньги, кредит", Шпаргалка, Москва, 2016
24. Лаврушина О. "Деньги, Кредит, Банки", Москва, Кнорус, Н.9, 2010, 229-426с.
25. Мельников Р. "Экономическая оценка инвестиций", Издательство Проспект, Москва, N1, 2014, 63-261с.
26. Никифорова В. и Островская В. "Государственные и муниципальные ценные бумаги", Питер, Н. 2, 2004, 30 и 36-333с.
27. Пласкова Н. "Анализ финансовой отчетности", Москва, ЭКСМО, 2010,139-384с.
28. Reuters "Рынок облигаций. курс для начинающих", Москва, Альпина, Н.2, 2009, 160 и 227-317с.
29. Ротлейдер А. "Денежное обращение и кредит СССР", Финансы и статистика, Москва, 1985, с.156

30. Соломин С. “Банковский кредит: проблемы теории и практики”, Москва, Юстиц, 2009, с.13,69-328с.
31. Уилссон Р. и Фабоцци Ф. “Корпоративные облигации структура и анализ”, Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.1,41-42,190-444с.
32. Фабоцци Ф. “Рынок облигаций: Анализ и стратегии”,Москва, Альпина Бизнес Букс, Н.2, 2007, 16,213-214,453-936с.
33. Шамин А., Фролова О. и Зубренкова О. “Финансовый менеджмент: Учебное пособие для высшего профессионального образования”, Scientific magazine “Kontsep”, Москва, Н.1, 2011,44-131с.
34. Шевчук, Д “Бизнес-кредит: технологии получения”, Москва, 2017,11,96-150с.

Internetā iegūtākie materiāli

35. ABLV Bank, AS, “Publiskais ceturksņa pārskats 2017. gada janvāris - marts”, 2018, 2,4-13lpp.
Pieejams: https://www.ablv.com/content/3/7/4/0/9/3439eb5d/ablv_QR_2017_I.pdf
36. Analytical report supporting the main report from the Commission Expert Group on Corporate Bonds “Analysis of European Corporate Bond Market”, European Commission, 2018,67-68-89p.
Pieejams: https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf
37. AKCIJU SABIEDRĪBA „Baltic RE Group” “KONSOLIDĒTAIS 2017.GADA PĀRSKATS” Pieejams: http://www.balticregroup.com/files/BRE_IFRS_2017.pdf
38. Beck T., Demirgüç-Kunt A. un Levine R.“A New Database on Financial Development and Structure”, *World Bank Policy Research Working Paper*, New York, The World Bank, Development Research Group, N.2146, 1999,7-40p.
Pieejams: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=615009
39. Bloom N., Floetotto M., Jaimovich N., Saporta-Eksten I. un Terry S.“Really Uncertain Business Cycles”, *NBER Working Paper*, National Bureau of Economic Research, N.18245, 2012, p. 1.
Pieejams: http://www.nber.org/papers/w18245.pdf?new_window=1,1-55p.
Commission Expert Group on Corporate Bonds, “Improving European Corporate Bonds Markets”, European Commission, 2017, p.13,19
Pieejams:https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-report_en.pdf

40. Contesi S., Li L., un Russ K. "Bank vs. Bond Financing Over the Business Cycle", *Economic SYNOPSES*, N.31, 2013, 2-3p.
Pieejams: https://research.stlouisfed.org/publications/es/13/ES_31_2013-11-15.pdf
41. www.ecb.europa.eu. "Euro area securities issues statistics" 2018
Pieejams: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/sis/html/index.en.html>
42. www.ecb.europa.eu "Asset purchase programmes" 2018
Pieejams: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus02.en.pdf
43. www.sdw.ecb.europa.eu "Bank Lending Survey", 2018
Pieejams: <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691151>
44. www.sdw.ecb.europa.eu "Debt securities", 2018
Pieejams: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691433>
45. European Commission "Frequently asked questions: legislative proposal on credit rating agencies (CRAs)", Memo, 2011,
Pieejams: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-11-788_en.htm
46. Fitch Ratings, "Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion", 2014,
Pieejams: <file:///C:/Users/Katerina/Downloads/Rating%20Definitions%2021%20March%202018.pdf>
47. International Capital Market Association "Economic Importance of the Corporate Bond Markets", 2013, p.5.
Pieejams: <http://file:///C:/Users/Katerina/Downloads/Corporate%20Bond%20Markets%202013.pdf>
48. Moody's Rating Symbols & Definitions "Moody's Investors Services", 2009, p.1
Pieejams: <https://www.moody's.com/ratings-process/Ratings-Definitions/002002>
49. <http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(28.12.2007)", 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=28.12.2007>
50. <http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(30.12.2010)", 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=30.12.2010>
51. <http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(30.12.2013)", 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=30.12.2013>
52. <http://www.nasdaqbaltic.com>. "Baltijas parāda vērtspapīru saraksts(29.12.2017)", 2018
Pieejams: <http://www.nasdaqbaltic.com/market/?pg=bonds¤cy=0&date=29.12.2017>

53. New hanza Capital, “Darbības rādītāji” Pieejams:
<http://nh.capital/lv/investoriem/darbibas-raditaji>
54. Rullis K. “Different Strategies and Methods of Pricing Latvia’s Eurobonds”, MBA, Rīgas Biznesa skola, 2014,30-87p.
 Pieejams:http://www.nasdaqbaltic.com/files/riga/stipendiju_konkurss/2014/Krisjanis%20Rullis.pdf
55. Saksonova S. “Kredīts, tā veidi. Kredīta atmaksas paņēmieni”, e-resurss-profizgl.lu.lv, 2010
 Pieejams: <http://profizgl.lu.lv/mod/book/view.php?id=20019&chapterid=4657>
56. Standard & Poor’s Ratings Definitions, “Ratings Direct on the Global Credit Portal”
 Pieejams: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352
57. THE COMMITTEE OF EUROPEAN SECURITIES REGULATORS “Annual Report”, 2004,23-72p.
 Pieejams:https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/05_013.pdf
58. U.S. Securities and Exchange Commission “Report on the Role and Function of Credit”, United States of America, 2002,34-48p.
 Pieejams: <https://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>
59. United States Senate “Credit Rating Agency Reform Act of 2006”,109th Congress, S.3850,2006, p.2 Pieejams:<https://www.sec.gov/ocr/cra-reform-act-2006.pdf>
60. Yoshitomi M. un Shirai S. “ Designing a Financial Market Structure in Post-Crisis Asia— How to Develop Corporate Bond Market”,Tokyo, ADB Institute, N.15, 2001, p.12
 Pieejams:<https://openaccess.adb.org/bitstream/handle/11540/4120/2001.03.rp15.corporate.bond.markets.pdf?sequence=1>

Internetā iegūtākie materiāli krievu valodā

61. Антонова, Л. “Формы кредита: учебное пособие”, 2013,1-16с.
 Pieejams:<http://economy.bsu.by/wpcontent/uploads/2015/01/%D0%A4%D0%BE%D1%80%D0%BC%D1%8B%D0%BA%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B8%D1%82%D0%B0%D1%83%D1%87%D0%B5%D0%B1%D0%BF%D0%BE%D1%81%D0%BE%D0%B1.pdf>
62. Мордвинова Т. “Кредит и Кредитные риски” Нефтегазовая вертикаль, Н.3, 2008,80-81-4с.
 Pieejams: <https://cyberleninka.ru/article/n/kredit-i-kreditnye-riski.pdf>

63. Мюллер Е. ип Миронова В. “Особенности банковского кредитования малого предпринимательства в современной экономике России”, Науковедение, Н.3, 2016,3-4-10с.

Pieejams: <https://naukovedenie.ru/PDF/144EVN316.pdf>

64. Челноков В.“Кредит: сущность, функции и роль”, Деньги и Кредит, Н.5, 2012,74-4с.

Pieejams:http://xn--80ablwmcepr1b.xn-plai/publ/MoneyAndCredit/chelnokov_05_12.pdf

Nepublicētie materiāli

65. ABLV Bank, AS, “Ikmēneša Banka Ziņas”, Marts, 2018, lpp.2

66. ABLV Bank, AS, “Emisijas organizācija uzņēmumiem”,NOT.53,N.15, 2018, 2-3-20lpp.

67. ABLV Bank, AS, “Kredita nosacījumi uzņēmumiem”, NOT.049,N.4, 2018, 1-2 lpp.

Maģistra darbs „Obligāciju emisija un ilgtermiņa aizņēmumi kā kapitāla piesaistes formas”
izstrādāts LU Biznesa, vadības un ekonomikas fakultātē.

Ar savu parakstu apliecinu, ka pētījums veikts patstāvīgi, izmantoti tikai tajā norādītie
informācijas avoti un iesniegtā darba elektroniskā kopija atbilst izdrukai.

Autors: _____ ._____.2018.

(*personiskais paraksts*) (*Vārds Uzvārds*) (*datums*)

Rekomendēju/nerekomendēju darbu aizstāvēšanai

Vadītāja: docents Ilze Medne _____ ._____.2018.

(*personiskais paraksts*) (*datums*)

Recenzents: docents Inese Kalniņa

Darbs iesniegts Studiju centrā _____ ._____.2018.

Dekāna pilnvarotā persona: metodiķe Astra Zaļkalne _____

(*personiskais paraksts*)

Darbs aizstāvēts maģistra gala pārbaudījuma komisijas sēdē

_____ ._____.2018. prot. Nr. ____

Komisijas sekretārs: _____

(*Vārds Uzvārds*) (*personiskais paraksts*)