

# **Рынок корпоративных облигаций: эволюция спроса и предложения в сфере правового регулирования**

- *потенциал корпоративных облигаций в сфере экономики и инвестиций*
- *этапы развития рынка корпоративных облигаций в России и его влияние на совершенствование правового регулирования (спрос на правовую базу)*
- *действующая правовая база рынка корпоративных облигаций и этапы ее развития (предложение в сфере правового регулирования)*
- *краткие выводы*

**Москва, май 2002 г.**

## **ВВЕДЕНИЕ**

С середины 90-х годов в Российской Федерации развивается рынок корпоративных облигаций. За это время с помощью облигаций более 60 российских организаций привлекли для финансирования проектов в сфере материального производства свыше 2,5 млрд. долларов США рыночных источников финансирования. Становление и развитие рынка корпоративных облигаций – это естественный процесс, отражающий объективные потребности развивающейся рыночной экономики. Вместе с тем, он представляет собой наглядный пример того, как новые экономические отношения порождают спрос на эффективные механизмы их правового регулирования, и позволяет оценить степень влияния правового регулирования на развитие данного сегмента российского фондового рынка.

В связи с этим настоящим материале рассматриваются следующие основные проблемы:

- потенциал корпоративных облигаций в целях обеспечения экономического роста и привлечения инвестиций;
- этапы формирования и развития рынка корпоративных облигаций и предъявляемые им требования по совершенствованию механизма его правового регулирования;
- правовое регулирование рынка корпоративных облигаций и его влияние на развитие рынка корпоративных облигаций;
- эффективность взаимодействия спроса и предложения на правовое регулирование рынка корпоративных облигаций.

Рассмотрение проблем взаимодействия спроса и предложения на правовое регулирование на примере рынка корпоративных облигаций представляет интерес не только с точки зрения анализа перспектив развития этого сегмента рынка, но и выработки эффективной модели взаимодействия спроса и предложения на правовое регулирование во многих других сферах российской экономики.

### **I. Потенциал корпоративных облигаций в сфере экономики и инвестиций**

В целях структурной перестройки и ускорения темпов экономического роста Россия нуждается в значительных инвестициях и создании механизма их эффективного использования.

Корпоративные облигации являются финансовым инструментом, который может использоваться для решения задач экономического роста и привлечения инвестиций как на микро уровне (т.е. на уровне предприятий и организаций), так и на макро уровне (на уровне экономики в целом). В частности, корпоративные облигации могут использоваться для решения следующих проблем:

- привлечения на рыночной основе долгосрочных и краткосрочных заемных ресурсов организациями различных отраслей экономики;
- ускорения процессов межотраслевого перераспределения финансовых ресурсов;
- трансформации сбережений организаций и граждан в инвестиции;
- развития и повышения конкурентоспособности внутреннего финансового рынка.

## 1. *Облигации – эффективный инструмент привлечения заемных ресурсов*

В настоящее время для российских организаций корпоративные облигации являются одним из наиболее перспективных источников финансирования инвестиций, а также потребностей в оборотных средствах.

Выпуск облигаций, при прочих равных условиях, позволяет организациям привлекать заемные средства дешевле и на более длительные сроки по сравнению с банковским кредитом и векселями, поскольку выпуск облигаций:

- дает возможность привлекать на открытом рынке средства одновременно многих и разных кредиторов, что обеспечивает снижение стоимости заемных ресурсов;
- не ставит предприятие в зависимость от одного или двух кредиторов и соответственно не подвергает менеджмент компании риску проникновения в органы управления представителей крупного кредитора;
- предусматривает возможность использования более гибких форм обеспечения займов, в том числе за счет гарантий третьих лиц;
- позволяет формировать публичную кредитную историю эмитента, что в будущем позволяет снижать стоимость заемных ресурсов и обеспечивает доступ на международные рынки капиталов;
- позволяет в полной мере использовать потенциал инфраструктуры фондового рынка при размещении и обращении облигаций.

По данным инвестиционной компании «Регион» по состоянию на начало марта 2002 года, из всех выпусков корпоративных облигаций на российском фондовом рынке 69,3% выпусков было размещено на срок от 3 до 5 лет, 24,1% - на срок от 1 до 3 лет и 6,6% - на срок до одного года. В то же время на рынке векселей срок привлечения заемных средств составляет до одного года. Исключение составляют только векселя ОАО «Газпром», которые «выпускались» на более длительный период. Однако в настоящее время ОАО «Газпром» осуществляет меры по свертыванию вексельной программы заимствований.

Как финансовый инструмент корпоративные облигации могут активно использоваться для финансирования оборотных средств предприятий, нехватка которых часто является главной причиной недостаточной загрузки производственных мощностей предприятий. Значимость облигаций как источника финансирования оборотных средств предприятия существенно повышается, учитывая слабость российской банковской системы, а также недостаточную прозрачность и повышенную рискованность вексельного рынка.

Ниже в таблице 1 приводятся рассчитанные на основании данных эмитентов ценных бумаг показатели годовой доходности альтернативных финансовых инструментов.

*Таблица 1*

### **Доходность альтернативных инструментов в I-м квартале 2002 года, (% годовых)**

ГКО – ОФЗ	15 – 18%
Корпоративные облигации	18 – 22%
Облигации Москвы и Санкт-Петербурга	16 – 19%
Сводный фондовый индекс РТС (интегрированный показатель доходности «голубых фишек»)	+30,7% (за квартал 2002 г.) +122,8% ( в годовом исчислении)

Как видно из таблицы 1, доходность корпоративных облигаций лишь на несколько пунктов выше доходности государственных ценных бумаг Российской Федерации (ГКО – ОФЗ), облигаций г. Москвы и г. Санкт – Петербурга.

В отличие от первичного рынка акций, используемого главным образом как механизм перераспределения собственности, размещение облигаций позволяет предприятиям привлекать реальные инвестиции. В сравнении с акциями облигации являются более привлекательным финансовым инструментом для инвесторов, поскольку облигации представляют большую определенность с точки зрения условий использования и возврата заемных средств и не возлагают на инвестора рисков нарушения его прав как акционера при выплатах дивидендов, проведении общих собраний акционеров и иных корпоративных событиях.

Кроме того, рыночная стоимость акций эмитентов в России существенно недооценена, с учетом сложившихся тенденций темпов роста экономики и сводных фондовых индексов в ближайшие 2-3 года рыночная стоимость акций и капитализация большинства АО могут повыситься в разы. В 2001 году сводный фондовый индекс РТС увеличился на 81%, в I-м квартале 2002 г. (см. таблицу 1) – на 30,7%, что эквивалентно 122,8% годовых. В этих условиях привлечение капитала посредством эмиссии акций при норме прибыли от таких сделок на уровне доходности рыночных облигаций 18-20% годовых не выгодно эмитентам и менеджменту большинства компаний.

По данным НП «Национальный Депозитарный Центр» (НДЦ), в котором хранятся глобальные сертификаты, почти 97% всех выпусков корпоративных облигаций на российском фондовом рынке, с июня 1999 года по 31 марта 2002 года 64 российских компаний разместили корпоративные облигации на сумму 85,2 млрд. рублей.

Таблица 2

**Сводные данные об эмитентах и выпусках корпоративных облигаций, размещенных через НДЦ**

	1999	2000	2001	2002 (I квартал)
1. Количество эмитентов, разместивших корпоративные облигации.	6	22	35	10
2. Общая номинальная стоимость размещенных корпоративных облигаций, млрд. рублей.	15,6	30,4	31,9	7,3
3. Номинальная стоимость погашенных облигаций (без учета досрочного погашения), млрд. рублей.	-	1,1	3,5	1,4

*2. Межотраслевое перераспределение финансовых ресурсов*

В российской экономике отсутствуют действенные механизмы перераспределения финансовых потоков от экспортно-ориентированных отраслей (нефтяной, газовой промышленности, черной и цветной металлургии, химической и нефтехимической промышленности) в пользу машиностроения, легкой, пищевой и других отраслей.

О неэффективности действующих механизмов перераспределения финансовых потоков свидетельствуют данные о структуре источников финансирования инвестиций в основной капитал, приводимые в Таблице 3.

Таблица 3

**Структура источников финансирования инвестиций в основной капитал в 2000-2001 годах, %**

	2001	2000	Изм.
1. Собственные средства	50,3	46,1	+4,2
2. Кредиты банков	3,5	2,9	+0,6
3. Заемные средства других организаций	4,9	7,2	-2,3
4. Бюджетные средства	19,8	21,2	-1,4
5. Эмиссии акций	0,1	0,5	-0,4
6. Прочие	21,4	22,1	-0,7

Инвестиции в основной капитал более чем на половину обеспечиваются за счет самофинансирования, т.е. амортизации и прибыли, остающейся в распоряжении предприятий. В 2001 году доля собственных средств в источниках инвестиций в основной капитал увеличилась до 50,3% по сравнению с 46,1% в 2000 году. Вместе с бюджетным финансированием доля собственных источников финансирования составляет свыше 70%. Доля кредитов банков, несмотря на ее незначительное повышение в 2001 году не превышает 3,5%. Доля средств, привлекаемых в виде эмиссий акций – всего 0,1%, при этом в 2001 году она снизилась в 5 раз по сравнению с аналогичным показателем 2000 года.

В сложившихся условиях предлагаются использовать различные механизмы перераспределения финансовых потоков, включая восстановление механизма государственных капитальных вложений с соответствующим увеличением налогового бремени, перераспределение капиталов через крупные финансово-промышленные группы типа южно-корейских «чеболей». Мы разделяем мнение тех специалистов, которые полагают, что мобилизацию капитала в необходимых масштабах и его эффективное использование в нынешних условиях может обеспечить только фондовый рынок.<sup>1</sup>

К преимуществам корпоративных облигаций как механизма перераспределения инвестиций можно отнести их следующие свойства:

- публичность и прозрачность механизма привлечения и использования средств в процессе размещения облигаций, преобладание рыночных механизмов заимствования;
- участие в купле-продаже корпоративных облигаций широкого круга инвесторов;
- использование потенциала биржевых технологий и систем расчетов на условии «поставка против платежа», позволяющих минимизировать транзакционные издержки и снижать риски инвесторов;
- более высокий уровень ликвидности вложений в корпоративные облигации по сравнению с кредитом и иными формами привлечения средств;
- наличие сложившегося механизма регулирования и правоприменения.

По указанным причинам корпоративные облигации в ближайшее время могут превратиться в один из основных механизмов межотраслевого перераспределения финансовых ресурсов в экономике.

По данным, приводимым генеральным директором проекта Cbonds.ru, специализирующегося на раскрытии информации о рынках облигаций и векселей, С. Лялина<sup>2</sup>, на конец февраля 2002 года, на предприятия нефтяной и газовой промышленности приходится 49% всех выпусков корпоративных облигаций, добывающую и металлургическую промышленность – соответственно 6% и 5%, то есть на экспортно-ориентированные и сырьевые отрасли приходилось 60% выпусков облигаций. На финансовые компании и банки приходилось 21% выпусков корпоративных облигаций, а

<sup>1</sup> Ясин Е.Г. «Перспективы российской экономики: проблемы и факторы роста». К 3-ей Международной конференции «Модернизация экономики России: итоги и перспективы». 3 – 4 апреля 2002 года, Москва, сс.33 – 34.

<sup>2</sup> Лялин С. Основные тенденции в развитии рынка корпоративных облигаций. - Рынок ценных бумаг, 2002, №7 (214), с. 62.

предприятия телекоммуникационной индустрии, машиностроения, транспорта, строительства и пищевой промышленности – соответственно – 8%, 3%, 1%, 1% и 4%.

Таким образом, в настоящее время корпоративные облигации пока не исполняют достаточно эффективно функцию перераспределения финансовых ресурсов в пользу обрабатывающих отраслей промышленности, пищевой и легкой промышленности, транспорта и строительства. Для того, чтобы такой механизм заработал на полную силу необходимы определенные предпосылки и время. Однако по сравнению с ситуацией на конец 2000 года доля нефтегазовой промышленности в выпусках корпоративных облигаций сократилась с 69% до 49%.

### *3. Корпоративные облигации – перспективный финансовый инструмент для обеспечения сбережений организаций и граждан.*

Корпоративные облигации постепенно становятся одним из наиболее перспективных финансовых инструментов, обеспечивающих вовлечение сбережений организаций и населения в инвестиции. Развитие рынка корпоративных облигаций может помочь преодолеть негативную тенденцию, сдерживающую рост российской экономики, - плохую трансформацию сбережений в инвестиции. По данным, приводимым в уже упомянутом докладе Е.Г. Ясина, при относительно высокой норме сбережений в России – свыше 32% ВВП, инвестиции в основной капитал составляют всего 17,4%. Остальные сбережения не превращаются в инвестиции по причинам вывоза капитала, погашения государственного долга, накопления валютных резервов и иных факторов.

Корпоративные облигации могут стать финансовым инструментом, привлекательным для привлечения инвестиций различных групп инвесторов. Интерес инвесторов к корпоративным облигациям обусловлен следующими свойствами данного вида эмиссионных ценных бумаг:

- рыночный уровень доходности инвестиций в данный вид ценных бумаг;
- определенность основных параметров облигаций, в частности, сроков заимствования, величины и периодичности выплаты купонных доходов и иных параметров выпуска облигаций;
- отсутствие в отличие от акций рисков, связанных с корпоративным управлением и ограничениями при допуске инвестора к участию в органах управления эмитента;
- более высокая степень прозрачности рынка корпоративных облигаций, применение публичных независимых рейтингов эмитентов и выпускаемых ими облигаций;
- наличие законодательно определенных «правил игры» при совершении сделок, расчетах и удостоверении прав владельцев на рынке корпоративных облигаций, сочетание саморегулирования и государственного регулирования деятельности эмитентов и иных участников рынка корпоративных облигаций;
- высокий уровень ликвидности корпоративных облигаций при правильном устройстве рынка.

Многие из перечисленных преимуществ корпоративных облигаций с точки зрения инвесторов в полной мере могут проявиться лишь на развитом рынке ценных бумаг, для которого характерен высокий уровень развития правовых институтов регулирования рынка и защиты прав инвесторов.

### *4. Роль корпоративных облигаций в развитии и повышении конкурентоспособности внутреннего финансового рынка.*

Корпоративные облигации являются наиболее динамично растущим сегментом финансового рынка, который связывает между собой значительный спрос и предложение на инвестиционные ресурсы. Задача сведения инвесторов и эмитентов на рынке корпоративных облигаций обеспечивается финансовыми посредниками (брокерами, дилерами, доверительными управляющими и банками), а также инфраструктурными организациями.

Развитие рынка корпоративных облигаций приводит к появлению спроса на новые услуги финансовых посредников, в частности, услуги финансовых консультантов, андеррайтеров, платежных агентов, маркет-мейкеров, рейтинговых агентств.

Одновременно новый сегмент рынка способствует развитию новых технологий в сфере инфраструктурных институтов, которые предлагают эмитентам, инвесторам и финансовым посредникам разнообразные услуги по совершению биржевых и внебиржевых сделок, консультированию по вопросам размещения и обращения ценных бумаг, осуществлению расчетов на условии «поставка против платежа», использованию интернет-технологий, обеспечивающих доступ к биржевому рынку широких кругов инвесторов.

***Вывод.** Корпоративные облигации обладают значительным потенциалом для решения задач экономического роста и привлечения инвестиций в российскую экономику. Облигации – надежный и эффективный источник для вложения сбережений граждан и организаций. Развитие рынка корпоративных облигаций позволяет обеспечивать прогресс в сфере развития внутреннего финансового рынка и укреплять его конкурентоспособность на международном рынке капиталов. Вместе с тем, организация и механизм функционирования рынка корпоративных облигаций представляет собой весьма тонкий организм, формирование и становление которого в значительной мере зависит от эффективности мер по созданию адекватного механизма регулирования.*

## **II. Этапы развития рынка корпоративных облигаций в России и его влияние, на совершенствование правового регулирования (спрос на правовую базу)**

Рынок корпоративных облигаций имеет пока короткую историю, однако можно выделить ряд основных этапов его становления, что позволит проследить взаимодействие этого рынка и механизма его правового регулирования.

За это время рынок корпоративных облигаций прошел следующие основные этапы развития.

1) Выпуск и обращение облигаций Российского открытого акционерного общества «Высокоскоростные магистрали» 1994 – 1999 годов.

2) Этап становления рынка корпоративных облигаций на ММВБ (июнь 1999 года – декабрь 2000 года).

3) Этап развития рынка корпоративных облигаций на ММВБ и СПВБ (январь 2001 г. – по настоящее время).

### *1. Опыт выпуска и обращения облигаций ПАО «ВСМ».*

С 1994 по июнь 1999 года рынок корпоративных облигаций был наиболее слабо развитым сегментом российского фондового рынка. Для этого этапа характерно появление на рынке небольших по объемам выпусков корпоративных облигаций, которые обращались исключительно во внебиржевом обороте. Состояние экономики, высокий уровень инфляции, запредельные ставки доходности на рынке государственных ценных бумаг, которые на порядок превышали норму прибыли от реализации любых проектов в сфере материального

производства, создавали условия, при которых даже крупнейшие российские компании не могли заимствовать деньги на рынке корпоративных облигаций. К такому способу заимствования могли прибегать только лица и организации, склонные к чрезвычайным рискам, в числе которых оказались создатели скоростной железнодорожной магистрали Москва – Санкт-Петербург в лице Российского открытого акционерного общества «Высокоскоростные магистрали» (РАО «ВСМ»).

РАО «ВСМ» было создано в декабре 1991 года в соответствии с Указом Президента Российской Федерации от 13.09.91 года №120 «О создании высокоскоростной пассажирской железнодорожной магистрали «Санкт-Петербург – Москва» в целях реализации проекта строительства в России первой высокоскоростной пассажирской железнодорожной трассы между Москвой и Санкт-Петербургом, протяженностью в 654 км. Основными учредителями компании явились Российский Фонд федерального имущества, которому принадлежало 51% акций, фонд имущества г. Санкт-Петербурга – 9,1%, Комитет по управлению имуществом Московской области – 4,9%, Государственное предприятие Октябрьская железная дорога МПС России – 9,6% и «Акционерное общество «Ленэнерго» - 5,5%.

Общая стоимость проекта строительства железной дороги оценивалась в размере 5 млрд. долларов США. Финансирование всех работ планировалось осуществлять за счет средств компании, включая средства, привлеченные от российских и зарубежных кредиторов.

В целях финансирования проекта РАО «ВСМ» выпустило шесть выпусков именных купонных облигаций. Общая номинальная стоимость выпущенных облигаций на 1 января 1999 года составляла 1,8 млрд. рублей.

С точки зрения рассматриваемой темы проект выпуска корпоративных облигаций РАО «ВСМ» интересен своей самодостаточностью, а именно, тем, что он не породил какого-либо нового спроса на развитие методов правового регулирования в сфере фондового рынка, используя индивидуальные правила размещения и обращения корпоративных облигаций. Стратегия проекта состояла в том, чтобы обеспечить для облигаций РАО «ВСМ» такие условия, которыми вряд ли могли воспользоваться другие корпоративные эмитенты. Основные преференции, которые РАО «ВСМ» получило при размещении своих облигаций, можно свести к следующему перечню.

1. Государство в лице Правительства Российской Федерации щедрой рукой приняло на себя обязательства в качестве гаранта облигационного займа РАО «ВСМ».

В соответствии с Генеральным соглашением между Правительством Российской Федерации и РАО «ВСМ» от 14.10.94 г. №5-3-08 Правительство Российской Федерации взяло на себя гарантию погашения по номинальной стоимости выпускаемых РАО «ВСМ» облигаций и выплату процентов по ним при невозможности эмитентом выполнить свои обязательства.

2. Выпуск и обращение облигаций РАО «ВСМ» и в силу разных причин осуществлялся не в соответствии с общими требованиями Федерального закона «О рынке ценных бумаг», вступившим в силу с 22 апреля 1996 года, а на основании нормативных актов, регламентирующих порядок выпуска и обращения государственных ценных бумаг Российской Федерации (ГКО – ОФЗ). Обращение облигаций РАО «ВСМ» на ММВБ вместе с ГКО – ОФЗ позволяло привлекать для приобретения данных облигаций весьма обширные денежные ресурсы, которые участники рынка государственных ценных бумаг использовали для приобретения ГКО – ОФЗ. Функции платежного агента по облигациям РАО «ВСМ» выполнял Банк России.

3. Размер купонного дохода по облигациям РАО «ВСМ» официально привязывался к доходности выпусков ГКО, срок погашения которых не превышал 30 дней от даты, на которую должен был выплачиваться купонный доход по облигациям РАО «ВСМ».



4. Согласно письму ГНС РФ и Минфина России от 9 декабря 1994 года №НП-4-01/115Н, 161 и письму заместителя руководителя ГНС РФ от 18.12.95 г. №01-05-12/1682 (как это официально было записано в проспектах эмиссии облигаций РАО «ВСМ») доходы от выплат купонного дохода по облигациям займа РАО «ВСМ» признавались доходами от операций с государственными ценными бумагами Российской Федерации и подлежали налогообложению наравне с ними.

К сожалению, опыт построения рынка облигаций специально для одного взятого эмитента не увенчался успехом.

После финансового кризиса 1998 года РАО «ВСМ» не исполнило обязательства по погашению облигаций – выплате купонных доходов на сумму около 1 млрд. рублей. С 13 января 1999 года вторичные торги облигациями РАО «ВСМ» на ММВБ были остановлены. Последующие предложения эмитента, адресованные кредиторам, Минфину России и Банку России о проведении новации облигаций не увенчались успехом. Отчет о выпуске облигаций РАО «ВСМ» седьмого выпуска не был зарегистрирован ФКЦБ России.

Основные причины неудачи опыта выпуска облигаций, РАО «ВСМ», по нашему мнению, связаны с игнорированием в данном проекте общепринятых правил, которые должен соблюдать эмитент корпоративных облигаций и отсутствием в то время надлежащей правовой базы, регулирующей порядок размещения и обращения корпоративных облигаций.

По нашему мнению, попытка приравнять облигации РАО «ВСМ», являвшиеся источником финансирования частного венчурного проекта, к ГКО-ОФЗ, размещение которых по завышенной доходности обеспечивалось за счет ресурсов государственного бюджета Российской Федерации, а вторичное обращение и ликвидность которых обеспечивались Банком России, с самого начала была обречена на провал. В то время ни один проект в сфере материального производства не мог приносить норму прибыли, сопоставимую с доходностью вложений в ГКО-ОФЗ. Накануне кризиса 1998 года доходность по отдельным выпускам ГКО в пиковые моменты доходила до 320,9% годовых.<sup>3</sup> Учитывая повышенные риски при выпуске облигаций РАО «ВСМ», вряд ли было оправданным допускать к приобретению указанных облигаций широкие круги неискушенных инвесторов.

Опыт с выпуском и последовавшим за ним дефолтом облигаций РАО «ВСМ» позволяет извлечь следующие уроки:

- при выпуске корпоративных облигаций необходим публичный контроль за обоснованностью и экономической отдачей проектов, для осуществления которых привлекаются корпоративные облигации, в частности, привлечение к разработке основных параметров займов независимых инвестиционных банков, андеррайтеров, финансовых консультантов и аудиторов, которые должны нести ответственность за обоснованность расчетов основных параметров выпусков облигаций, достоверность и полноту раскрытия информации;
- выпуск корпоративных облигаций должен осуществляться на основе единой правовой базы, эффективное право применение которой обеспечивается исполнительным органом власти, регулирующим рынок ценных бумаг, а также эффективной судебной системой;
- «правила игры» на рынке корпоративных облигаций должны быть едиными для всех типов эмитентов и инвесторов, необоснованные преференции, которые государство дарит тем или иным эмитентам, искажают результаты деятельности эмитента и параметры надежности выпускаемых ценных бумаг, нарушают условия

---

<sup>3</sup> Потемкин А.П. «Виртуальная экономика и сюрреалистическое бытие: Россия. Порог XXI века. Экономика. – М.: ИНФРА-М, 2000., с. 170.

рыночной конкуренции за капитал со стороны эмитентов, а, значит, снижают эффективность инвестиций в экономику;

- необходимо наличие норм законодательства регулирующего отношения между заемщиками, кредиторами и иными лицами при дефолтах по корпоративным облигациям.

В заключение отметим, что только благодаря взвешенной политике Минфина России, который в 2001 году погасил за счет средств федерального бюджета задолженность РАО «ВСМ» перед владельцами облигаций на сумму около 1 млрд. рублей, удалось избежать серьезного финансового скандала и сохранить репутацию рынка корпоративных облигаций.

## *2. Формирование рынка корпоративных облигаций с июня 1999 года по декабрь 2000 года*

В течение года, начиная с июня 1999 г., начал складываться рынок корпоративных облигаций, выпущенных наиболее крупными российскими компаниями. В 1999 году были выпущены и успешно размещены выпуски облигаций ОАО «ГАЗПРОМ» на 3 млрд. руб.; ОАО «Нефтяная компания «ЛУКОЙЛ» на 3 млрд. руб.; РАО «ЕЭС России» на 3 млрд. рублей; ОАО «Тюменская нефтяная компания» (ТНК) - два выпуска по 2,5 млрд. рублей; Акционерной компании «АЛРОСА» - 0,5 млрд. рублей; ОАО «Мостотрест» - 1,05 млрд. рублей. Как было показано в таблице 2, всего в 1999 году было размещено корпоративных облигаций на сумму 15,6 млрд. рублей. В 2000 году 22 эмитента разместили корпоративные облигации на сумму 30,4 млрд. рублей.

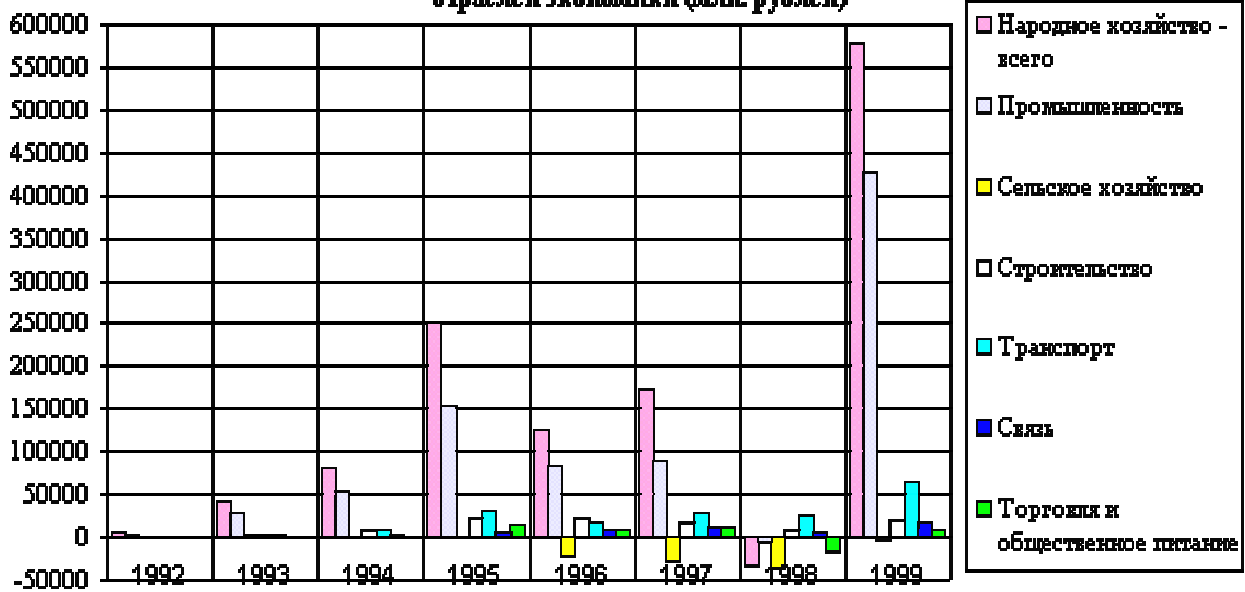
Характерной чертой нового этапа развития рынка корпоративных облигаций было формирование его в качестве биржевого рынка, сконцентрированного преимущественно на ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ). На этом этапе преобладали первичные размещения выпусков корпоративных облигаций, вторичный рынок указанных ценных бумаг практически отсутствовал.

Оживление интереса эмитентов и инвесторов к рынку корпоративных облигаций в середине 1999 года, прежде всего, объясняется объективными причинами, связанными с позитивными изменениями в сфере экономики и финансового рынка после финансового кризиса 1998 года.

1. Позитивные сдвиги в экономике и во внешней торговле позволяли предприятиям и организациям получать дополнительные денежные накопления, которые можно было использовать для инвестирования в производство.

После кризисного 1998 г. российскими предприятиями была получена в 1999 г. прибыль в размерах, не виданных за все годы рыночных реформ, о чем наглядно свидетельствуют данные о сальдированном финансовом результате предприятий и организаций различных отраслей экономики за 1992-1999 гг..

**Сальдированный финансовый результат предприятий и организаций основных отраслей экономики (млн. рублей)**



2. Значительный инвестиционный потенциал накопили банки и иные коммерческие организации, а также население. На корреспондентских счетах банков накопилось 60-70 млрд. руб.

3. Возможности рынка корпоративных облигаций повышаются в связи с умеренной политикой заимствований Минфина РФ на внутреннем финансовом рынке, а именно с его отказом от крупномасштабных заимствований под любые проценты. Значительные денежные средства, высвобождающиеся с рухнувшего рынка ГКО – ОФЗ могли теперь использоваться для приобретения корпоративных облигаций.

В связи с временными ограничениями, введенными на конвертацию рублевых средств, поступающих нерезидентам в процессе новации и иных платежей по принадлежащим им ГКО – ОФЗ, для многих нерезидентов стала весьма актуальной проблема использования временно неиспользованных денежных средств для приобретения рублевых активов. Именно эти средства стали одним из тех ресурсов, за счет которых начал развиваться рынок корпоративных облигаций. По нашим оценкам, на середину 1999 года объем этих средств превышал 5 млрд. долларов США. В настоящее время, по данным, объявленным заместителем Председателя Банка России О. Вьюгиным, объем этих средств составляет около 3,2 млрд. долларов США.

4. Несмотря на кризис, в России сохранилась весьма эффективная инфраструктура фондового рынка, состоящая из крупных бирж, расчетных и депозитарных организаций. Эта инфраструктура могла обеспечить переток крупных финансовых ресурсов на предприятия реального сектора при относительно низких транзакционных издержках и рисках для инвесторов и эмитентов ценных бумаг.

Позитивную роль в формировании и развитии рынка корпоративных облигаций сыграло наличие необходимой правовой базы, регулирующей порядок эмиссии и обращения корпоративных облигаций, в частности Федерального закона от 22 апреля 1996 года №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также нормативных правовых актов ФКЦБ России, определивших стандарты эмиссии корпоративных облигаций.

Особую роль в формировании рынка корпоративных облигаций сыграли два документа.

Прежде всего, были внесены незначительные, но чрезвычайно полезные изменения в налоговое законодательство, стимулирующие организации активнее выпускать корпоративные облигации. В соответствии с постановлением Правительства Российской Федерации от 26.07.99 г. № 696 были внесены дополнения в «Положение о составе затрат по производству и реализации продукции (работ, услуг), включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), и о порядке формирования финансовых результатов, учитываемых при налогообложении прибыли», согласно которым проценты, уплачиваемые эмитентом по облигациям, обращение которых осуществляется через организаторов торговли на рынке ценных бумаг, уменьшали сумму налогооблагаемой прибыли. При этом для целей налогообложения проценты должны были учитываться в пределах действующей ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, увеличенной на три пункта. Согласно этим поправкам организации получили возможность заимствовать капитал на рынке корпоративных облигаций при уровне расходов, сопоставимых с другими формами заимствования, в частности, банковским кредитом.

Другим документом была обеспечена возможность инвестирования в корпоративные облигации временно «замороженных» на специальных банковских счетах типа «С» денежных средств нерезидентов в рублях, которые были высвобождены с рынка ГКО-ОФЗ в результате новации государственных ценных бумаг после кризиса 1998 года. В соответствии с Положением Банка России от 23 марта 1999 года 368-П «Об особенностях проведения сделок нерезидентов с ценными бумагами российских эмитентов, выраженными в валюте Российской Федерации и проведении конверсионных сделок» и инструкцией Банка России от 23 марта 1999 года №79-И «О специальных счетах нерезидентов типа «С» денежные средства нерезидентов, хранимые на специальных счетах нерезидентов типа «С» в уполномоченных банках, могли использоваться для приобретения корпоративных облигаций, выраженных в валюте Российской Федерации, включенных в котировальные листы организаторов торговли и допущенных к размещению у таких организаторов торговли. Именно эти средства на первом этапе часто формировали основной платежеспособный спрос на корпоративные облигации.

Качественно новый этап развития рынка корпоративных облигаций начался с 2001 г.

### *3. Развитие рынка корпоративных облигаций в 2001 – 2002 годах*

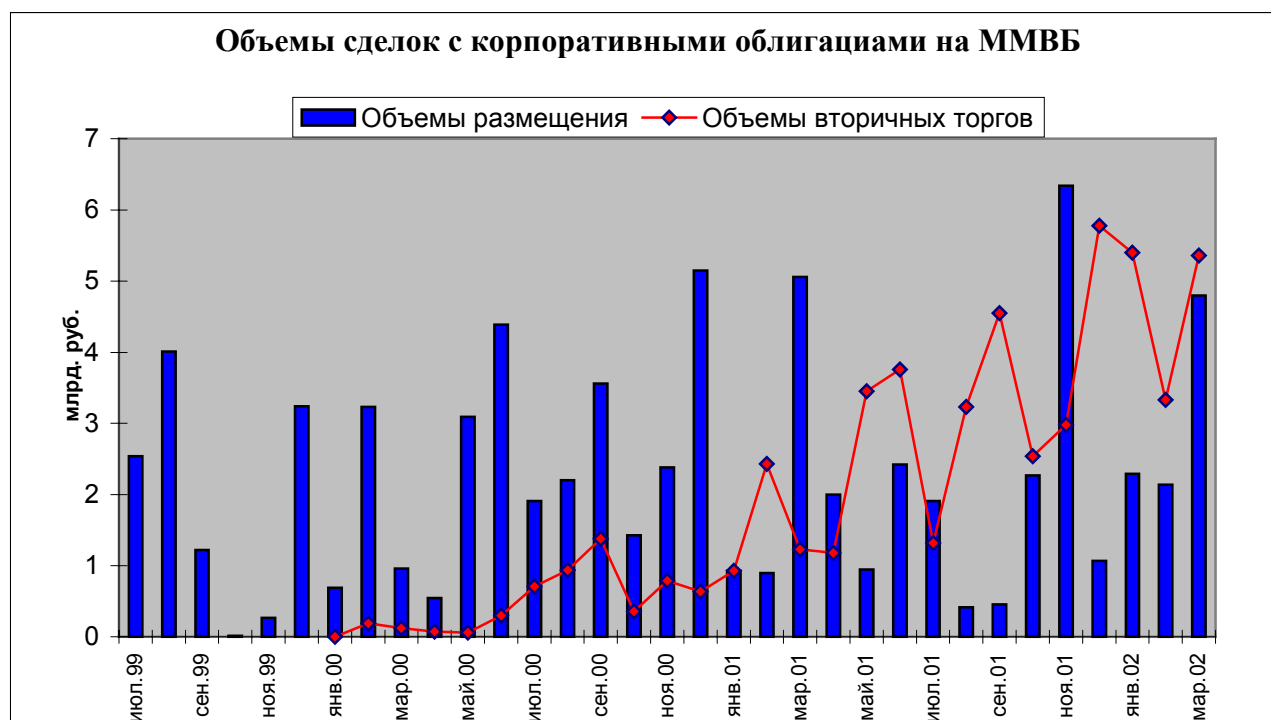
Для данного этапа развития рынка корпоративных облигаций характерно наряду со стабилизацией объемов первичных размещений корпоративных облигаций, появление новой тенденции – роста вторичного рынка корпоративных облигаций и повышение уровня их ликвидности. Кроме того, все более заметным становится процесс погашения выпусков корпоративных облигаций, срок обращения которых подошел к концу. При размещении корпоративных облигаций активную роль стали играть так называемые «рыночные» выпуски (выпуски облигаций АК «АЛРОСА», ОАО «ММК»), размещение которых производится без использования денежных средств нерезидентов, замороженных на счетах типа «С».

В 2001 году было размещено корпоративных облигаций на сумму 31,9 млрд. рублей, что на 1,5% больше объема размещенных облигаций в 2000 году. В 1-м квартале 2002 года было размещено корпоративных облигаций на сумму 7.3 млрд. рублей (что означает, что при сохранении действующих тенденций объем первичного размещения корпоративных облигаций в 2002 году лишь незначительно превысит объем размещений корпоративных облигаций в 2001 году). Вместе с тем, объем погашенных выпусков корпоративных облигаций в 2001 г. составил 3,5 млрд. рублей, что более чем в 3 раза больше объемов

выпусков корпоративных облигаций, погашенных в предыдущем году. В 1-м квартале текущего года было погашено корпоративных облигаций на сумму 1,4 млрд. рублей.

Соотношение ежемесячных объемов сделок на первичном и вторичном рынке корпоративных облигаций на ММВБ приводится на графике, изображенном на рисунке 1.

Рисунок 1



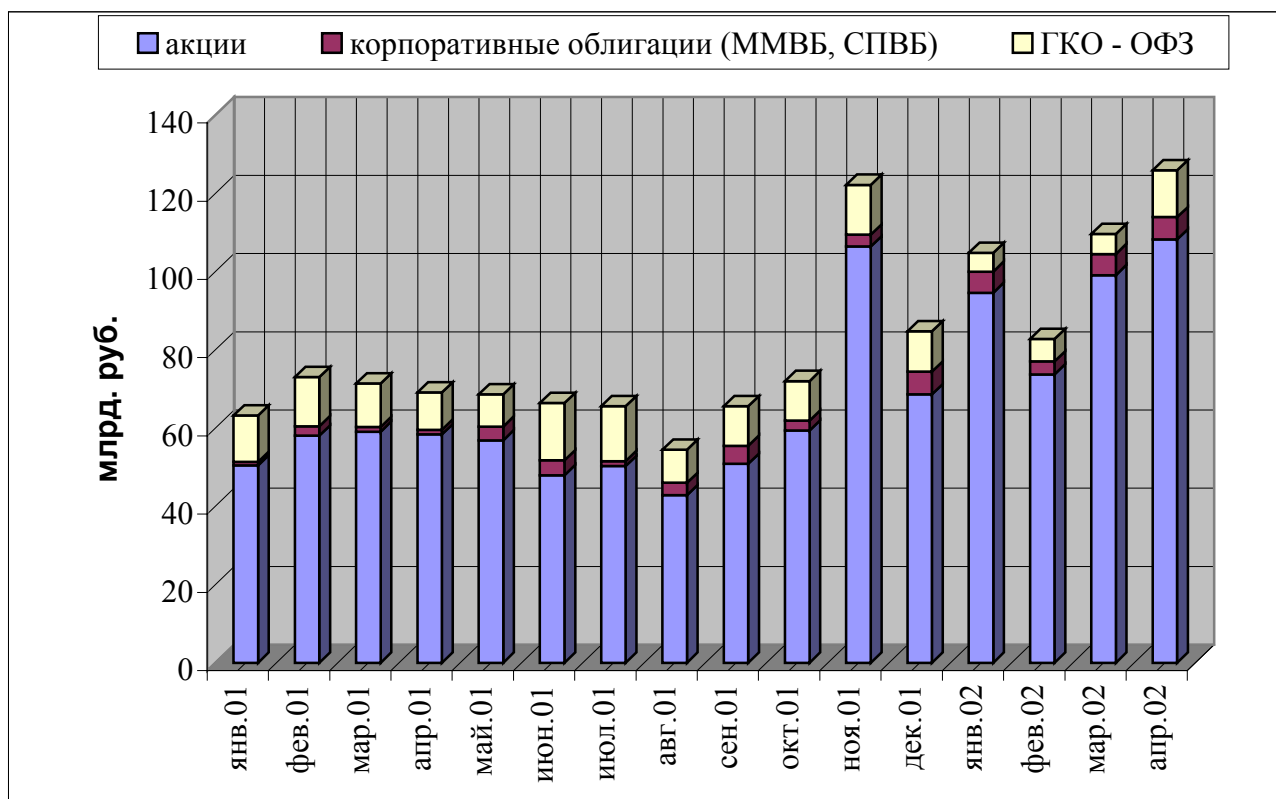
Начиная с января 2001 года, действует стабильная тенденция роста объемов вторичного рынка корпоративных облигаций и повышения уровня их ликвидности. В 1-м квартале 2002 года ежемесячные объемы биржевых торгов корпоративными облигациями на вторичном рынке достигли 3-5 млрд. рублей и превысили объемы сделок в процессе эмиссии корпоративных облигаций.

Наряду с развитием вторичного биржевого рынка корпоративных облигаций получил развитие внебиржевой рынок данных ценных бумаг. В настоящее время, по нашим оценкам его объем равен объему биржевого рынка, т. е. 3-5 млрд. рублей в месяц.

Как следует из графика, изображенного на рисунке 2, начиная с декабря 2002 года, объемы сделок на вторичном биржевом рынке корпоративных облигаций стали заметно превышать суммарные объемы сделок на вторичном рынке ГКО-ОФЗ, который после кризиса 1998 года так и не сумел восстановиться и продолжает сужаться.

Рисунок 2

**Объемы сделок на вторичном рынке  
с ГКО-ОФЗ, корпоративными облигациями и акциями  
в 2001 – 2002 годах.**



Развитие рынка корпоративных облигаций в значительной мере было вызвано объективными потребностями развития российской экономики и с самого предъявляло повышенные требования к действующему законодательству. Серьезные препятствия развитию рынка корпоративных облигаций создавали следующие проблемы.

*1. Дискриминационные условия налогообложения эмиссии корпоративных облигаций и доходов, получаемых их владельцами.*

Согласно Федеральному закону от 18 октября 1995 г. № 158-ФЗ “О налоге на операции с ценными бумагами” (с учетом изменений от 23 марта 1998 г.) с эмитентов акций и корпоративных облигаций при регистрации выпуска ценных бумаг взимается **налог на операции с ценными бумагами** в размере 0,8 процента номинальной суммы выпуска.

От данного налога освобождены выпуски федеральных государственных ценных бумаг, облигации, выпускаемые субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления, а также все т.н. “технические” эмиссии акций, осуществляемые при переоценке основных средств, реорганизации акционерных обществ и реструктуризации их задолженности перед бюджетом. Таким образом, от налога на операции с ценными бумагами освобождены свыше 90% всех эмиссий акций.

Особенно дискриминационным оказалось действие налога на операции с ценными бумагами для выпусков краткосрочных облигаций. В результате применения данного налога выпуск краткосрочных облигаций до сих пор остается экономически не выгодным для эмитентов, «съедая» около 3% доходности вложений в облигации в расчете на год. В отличие от корпоративных облигаций указанный налог не взимается при т.н. “эмиссиях” векселей, которые часто используются для уклонения предприятий от налогообложения, использования непрозрачных схем расчетов и завышения активов банков. По этим причинам

сфера краткосрочных заимствований остается единственным сегментом финансового рынка, где корпоративным облигациям не удалось потеснить вексельные схемы заимствований.

В этих условиях налог на операции с ценными бумагами явным образом тормозил привлечение реальных инвестиций организациями при помощи выпуска корпоративных облигаций. Вопрос об отмене этого налога был поставлен еще в бюджетном послании Президента Российской Федерации в 2000 году, однако до сих пор он не отменен.

Государственные ценные бумаги Российской Федерации и облигации, выпускаемые субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления, также имеют существенные налоговые преференции по сравнению с корпоративными облигациями при **налогообложении доходов инвесторов**.

В соответствии со статьей 284 главы 25 «Налог на прибыль» части второй Налогового кодекса Российской Федерации, утвержденной Федеральным законом от 6 августа 2001 года № 110-ФЗ, в отношении доходов в виде процентов по государственным и муниципальным ценным бумагам установлена ставка налога на прибыль в размере 15 процентов, в то время как по доходам в виде процентов по корпоративным облигациям – в размере 24%.

Аналогичная ситуация складывается также с налогообложением доходов физических лиц. Согласно главы 23 «Налог на доходы физических лиц» НК РФ доходы физических лиц – резидентов, полученные в виде процентов по облигациям облагаются подоходным налогом по ставке 13%. При этом согласно пункту 25 статьи 217 главы 23 НК РФ не подлежат налогообложению доходы физических лиц в виде процентов по государственным ценным бумагам Российской Федерации и субъектов Российской Федерации, а также облигаций, выпущенным по решению представительных органов местного самоуправления.

По нашим расчетам, исходя из средних объемов выпусков корпоративных облигаций, уровня инфляции и действующей доходности при размещении государственных ценных бумаг только для того, чтобы компенсировать издержки по уплате налога на операции с ценными бумагами и компенсировать инвесторам повышенные налоговые ставки на доходы в виде процентов по корпоративным облигациям годовая доходность корпоративных облигаций должна превышать доходность по государственным и субфедеральным облигациям примерно на **2,5-3,0% годовых** (при сложившемся диапазоне доходности по корпоративным облигациям в размере 18-22 процента годовых).

Подобное налоговое ограничение на привлечение инвестиций в реальный сектор представляется неоправданным.

## *2. Искусственные ограничения на объемы эмиссии корпоративных облигаций.*

В соответствии с частью 2 статьи 102 ГК РФ акционерное общество вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую размер его уставного капитала.

Указанное ограничение носит искусственный характер, поскольку размер уставного капитала акционерного общества в большинстве случаев не отражает его собственный капитал или активы. Например, уставный капитал ОАО «Газпром» превышает уставный капитал НК «Лукойл» в более чем 6000 раз. При этом рыночная капитализация ОАО «Газпром» составляет только 75% от показателя капитализации НК «Лукойл».

## *3. Сложности процедуры эмиссии корпоративных облигаций*

Формирование и развитие рынка корпоративных облигаций выявило несовершенство действующего законодательства, регулирующего процедуры эмиссии ценных бумаг.

В условиях недостаточно стабильной финансовой ситуации на российском рынке, отсутствии надежных ориентиров базовой доходности финансовых инструментов и

публичной кредитной истории большинства эмитентов корпоративных облигаций многие компании стремились выпустить краткосрочные облигации со сроком обращения до одного года. Кроме того, сама природа заимствований на рынке корпоративных облигаций предполагает необходимость реализации компаниями долгосрочных программ финансирования своих проектов с помощью механизма рефинансирования долгов. Осуществляя займы на относительно короткий срок, регулярно выполняя свои обязательства перед кредиторами, эмитенты корпоративных облигаций могут тем самым постепенно снижать стоимость привлекаемых заемных средств на рынке, накапливать публичную кредитную историю и более эффективно управлять своими финансовыми потоками. Кроме того, программы заимствования при помощи выпусков краткосрочных облигаций с последующим рефинансированием долга позволяли бы поддерживать высокий уровень ликвидности корпоративных облигаций, что делает их более привлекательными для инвесторов.

В процессе функционирования рынка корпоративных облигаций эмитентами было найдено весьма оригинальное правовое решение, позволяющее придать выпускам долгосрочных корпоративных облигаций черты краткосрочных заимствований. 22 мая 2000 г. Внешторгбанк выпустил дисконтные двухгодичные облигации, условиями обращения которых был предусмотрен механизм встроенной оферты погашения. Этот механизм предоставляет возможность инвестору досрочно погасить принадлежащие ему корпоративные облигации, воспользовавшись через определенный период времени гарантированной котировкой на покупку облигации, объявленной эмитентом или другим лицом в виде оферты. При этом выкупленные в порядке оферты облигации в последующем могут быть повторно выпущены эмитентом в обращение. В настоящее время, по данным инвестиционной компании «Регион», условия обращения около 70% всех выпусков корпоративных облигаций включают возможность применения подобного рода оферт, при этом более половины выпусков корпоративных облигаций длительность периода между офертами составляет 9-12 месяцев, по 18% выпусков – 3-4 месяца, 31% выпусков – 6 месяцев.

Конечно, механизм оферты нельзя признать идеальным, он таит в себе определенные риски для инвесторов в части условий оферты и периодичности их объявления. Однако его можно рассматривать как обходной маневр, который вынуждены использовать эмитенты корпоративных облигаций, которые в силу наличия экономически неоправданного и дискриминационного налога на эмиссию корпоративных облигаций и несовершенства процедуры регистрации их выпусков и траншей, искусственно ограничивающих выпуск корпоративных облигаций со сроком обращения до одного года, все же позволяет осуществлять краткосрочные заимствования средств на рынке под видом долгосрочных корпоративных облигаций. Возможно, в перспективе изменения в законодательстве создадут необходимые условия для выпуска краткосрочных корпоративных облигаций, что сделает ненужным и механизм публичной оферты.

К сожалению, указанные проблемы, поставленные перед законодательством, несмотря на отдельные корректировки нормативных правовых актов ФКЦБ России, в основном остаются не разрешимыми.

Стандартами эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденными постановлением ФКЦБ России от 19 октября 2001 г. № 27, отчасти был предусмотрен более льготный порядок регистрации траншей корпоративных облигаций, которые могут размещаться в пределах одного выпуска данных ценных бумаг. Однако действие законодательства о рынке ценных бумаг и о защите прав инвесторов, предусматривающего, что срок размещения эмиссионных ценных бумаг не должен превышать один год, а до полного размещения всего выпуска ценных бумаг облигации ранее размещенных траншей не



могут обращаться на вторичном рынке, сводят пользу от указанных изменений в нормативный правовой акт ФКЦБ России до нуля.

Актуальным остается вопрос о необходимости введения в ФЗ «О рынке ценных бумаг» специальных положений, регламентирующих реализацию долгосрочных программ заимствований при помощи выпусков корпоративных облигаций на рынке с упрощенными требованиями по представлению проспекта эмиссии облигаций один раз только при регистрации данной программы в ФКЦБ России. При этом может быть использован опыт законодательства других стран.

В США согласно Правилу № 415 Комиссии по ценным бумагам и биржам, конкретизирующего требования Закона о ценных бумагах 1933 года, крупные корпорации, акции которых включены в листинг на фондовых биржах, вправе заполнить один документ о регистрации ценных бумаг, который будет иметь юридическую силу при всех последующих выпусках ценных бумаг этой корпорации. Тем самым, эмитенты получают возможность сократить сроки регистрации ценных бумаг в КЦББ при всех последующих выпусках аналогичных ценных бумаг, заполняя лишь краткий отчет по установленной форме. Это правило, принятое в 1982 г., допускает также т.н. «резервную регистрацию». Для осуществления нового выпуска компания лишь заполняет поправку к своей подробной заявке, представленной в КЦББ при размещении предыдущих выпусков. В этих условиях выход компании на фондовый рынок с новым выпуском ценных бумаг решается в течение нескольких дней. В результате компания достигает значительной гибкости условий эмиссии ценных бумаг к изменяющейся рыночной конъюнктуре, а сами выпуски могут быть невелики и точно соответствовать текущим потребностям компании.

Аналогичная система применяется в Великобритании.

На российском фондовом рынке аналогичная проблема в отношении государственных и субфедеральных ценных бумаг уже давно решена. В соответствии с Федеральным законом от 29 июля 1998г. №136-ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» введена упрощенная процедура эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг. Указанная процедура является более льготной по сравнению с эмиссией корпоративных облигаций по следующим основным причинам.

- ⇒ Транши государственных и муниципальных ценных бумаг в пределах одного выпуска могут обращаться на вторичном рынке не дожидаясь окончания размещения всего выпуска указанных ценных бумаг. Ранее размещенные транши корпоративных облигаций не могут обращаться на вторичном рынке до полной оплаты и регистрации отчета об итогах размещения всего выпуска облигаций. Согласно п.2 ст.5 ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» совершение владельцем ценных бумаг любых сделок с принадлежащими ему ценными бумагами до их полной оплаты и регистрации отчета об итогах их выпуска запрещается.
- ⇒ В соответствии со ст.24 ФЗ «О рынке ценных бумаг» для всех эмиссионных ценных бумаг, включая корпоративные облигации, установлено требование, согласно которому запрещается размещение ценных бумаг нового выпуска ранее чем через 2 недели после опубликования решения о выпуске ценных бумаг и иных подлежащих опубликованию (раскрытию) документов. Согласно п.1 ст.11 ФЗ «Об особенностях эмиссии и обращения государственных и муниципальных ценных бумаг» эмитенты государственных и муниципальных ценных бумаг обязаны раскрыть аналогичную информацию не позднее двух рабочих дней до даты начала размещения ценных бумаг.

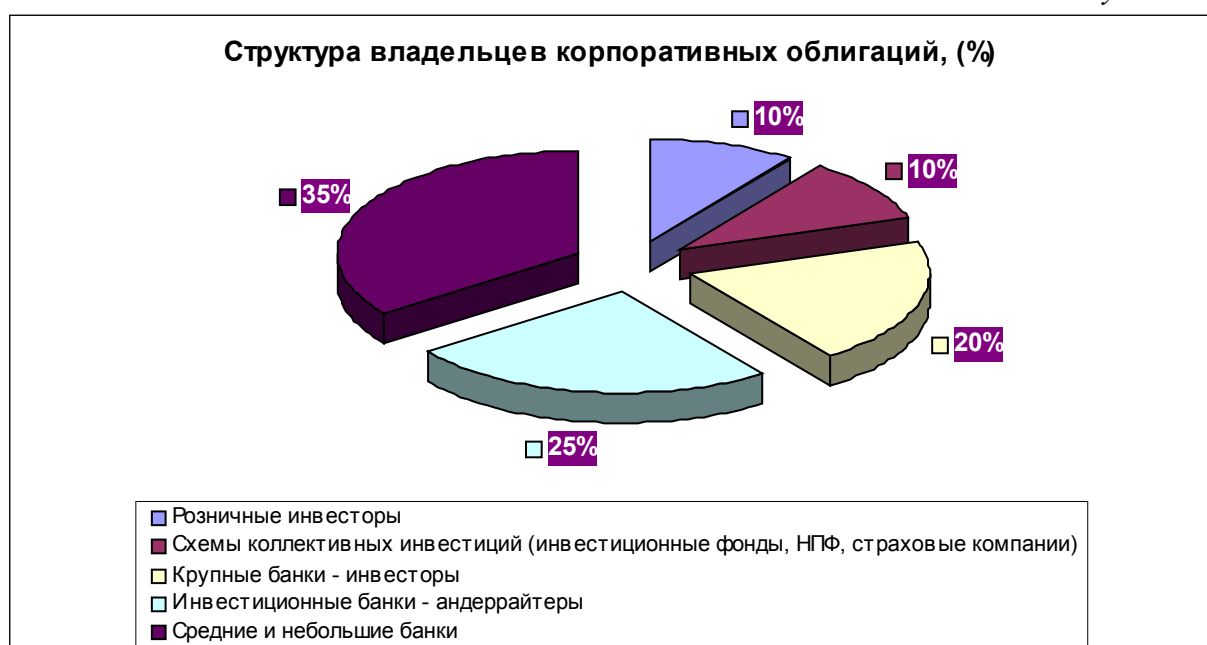
Развитие рынка корпоративных облигаций ставит вопрос о необходимости унификации процедуры эмиссии различных видов эмиссионных ценных бумаг и распространении на корпоративные облигации упрощенных процедур государственной регистрации выпусков эмиссии государственных и муниципальных ценных бумаг.

#### 4. Спрос на совершенствование правового регулирования в целях повышения ликвидности рынка корпоративных облигаций

Одним из существенных недостатков рынка корпоративных облигаций является его все еще низкая ликвидность. По данному показателю рынок корпоративных облигаций еще в разы отстает от рынка акций. Как показано на рисунке 2, объемы вторичных торгов акциями на ММВБ существенно превышают объемы вторичного рынка корпоративных облигаций. В настоящее время средний месячный оборот корпоративных облигаций на ММВБ в сумме около 5 млрд. рублей примерно равен объему дневного оборота акций на этом же рынке (5 млрд. рублей).

В числе участников вторичного рынка корпоративных облигаций преобладают банковские структуры. Доля мелких (розничных) инвесторов крайне мала. Это видно из графика, приводимого на рисунке 3 о структуре владельцев корпоративных облигаций.

Рисунок 3



По данным, приведенным представителем МДМ Банка на семинаре, организованном ММВБ, СПВБ и НДЦ в г. Санкт-Петербург 18 апреля 2002 г.

Как видно из графика, только 20% облигаций по оценкам находится во владении паевых инвестиционных и негосударственных пенсионных фондов, страховых организаций и населения. Остальные 80 процентов сконцентрированы в различных банках.

По нашему мнению, развитие рынка корпоративных облигаций, в частности ликвидности данного вида ценных бумаг, сдерживается в результате несовершенства нормативных правовых актов, **устанавливающих требования по составу и структуре активов негосударственных пенсионных фондов, банков и Пенсионного фонда Российской Федерации.**

В настоящее время банки являются наиболее активными игроками на рынке корпоративных облигаций. По нашим оценкам, стоимость активов банков, вложенных в корпоративные облигации, составляет около 60 млрд. рублей. Вместе с тем, доля участия банков в приобретении рыночных корпоративных облигаций могла бы быть выше, учитывая, что суммарные активы российской банковской системы, по данным Банка России на март 2002 г., составляли 3,2 трлн. рублей.

Увеличение объемов инвестиций банков в корпоративные облигации может достигаться за счет сокращения их вложений в векселя, которые в настоящее время достигают 165,1 млрд. рублей, или 5,2% от суммарных банковских активов. В отличие от векселей корпоративные облигации являются рыночными ценными бумагами, обращающимися на организованном рынке, на котором действуют ясные правила игры и имеется надлежащий уровень прозрачности существенной информации для инвесторов. Рынок корпоративных облигаций регулируется со стороны как самих участников рынка (через биржи, рейтинговые агентства, сообщество аналитиков и др.), так и со стороны государства, прежде всего, ФКЦБ России. Следовательно, риск вложений активов в корпоративные облигации несравнимо меньше, чем риск вложений в векселя. К тому же на справедливом и прозрачном рынке в силу многих объективных причин стоимость заимствований через корпоративные облигации несравнимо ниже, чем стоимость заемных средств по векселям. Не случайно, руководствуясь здравым смыслом, за последние несколько месяцев несколько активных заемщиков заявили о постепенном свертывании вексельных программ и более активном использовании рынка облигаций.

Все более отчетливо проявляются негативные тенденции при совершении банками операций с векселями, в частности, приобретение в портфели банков неликвидных векселей, использование финансовых векселей для привлечения средств неопытных инвесторов, использование вексельных схем в целях уклонения от налогообложения, а также «раздувания» валюты баланса банков.

По данным, приводимым в Бюллетене банковской статистики №3 за март 2002 г. (с.69), несмотря на то, что доля вложений в векселя в среднем по банковской системе составляет около 5%, в том числе по 5 наиболее крупным по размеру активов банкам – 1.1%, доля векселей в активах других банков значительно выше. При этом, чем меньше по активам банки, тем выше доля их вложений в векселя. Например, банки, занимающие по размерам активов 51-200 места, вкладывают в векселя 10,8% активов, 201-1000 места – 12,5%, 1001-1323 – 11,0% активов.

Показательна история с АКБ «Инвестиционная банковская корпорация» (ИБК), у которой в мае 2002 г. Банком России была отозвана лицензия на осуществление банковской деятельности и которая после кризиса 1998 года стала первым крупным банком, у которого возникли серьезные проблемы с ликвидностью. 23 апреля 2002 г. рейтинговое агентство Standard&Poor's заявило о понижении долгосрочного и краткосрочного рейтингов ИБК с «ССС-/Стабильный/С» до D (дефолт). По данным газеты «Коммерсантъ» от 25 апреля 2002 г. №73, объем векселей на балансе ИБК на момент дефолта составлял почти половину валюты баланса. По тем же данным, ИБК «...помогал нефтяным и газовым компаниям уходить от налогов при помощи вексельных схем».

При этом банк соблюдал все нормативы Банка России, несмотря на то, что уже в июле 2001 года в обосновании рейтинга кредитоспособности ИБК Standard&Poor's отмечалось, что «риски банка, связанные с активами, сосредоточены в вексельном и ссудном портфелях АКБ ИБК», «средства, полученные в результате увеличения капитала во второй половине 2000 года, были инвестированы исключительно в векселя компаний второго уровня», а «для этих краткосрочных вложений характерны высокие рыночные риски и низкая ликвидности»<sup>4</sup>.

С учетом изложенного, представляется актуальным вопрос о необходимости уточнения нормативных актов Банка России, регламентирующих требования к составу и структуре активов банков и нормативам их финансовой устойчивости. В частности, при классификации активов банка в зависимости от риска вложений и их возможного обесценения при расчете норматива достаточности собственных средств (капитала) банка согласно инструкции Банка

---

<sup>4</sup> Источник: [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)

России от 1 октября 1997 г. № 1 «О порядке регулирования деятельности банков» корпоративные облигации входят наравне с векселями в пятую наиболее рискованную группу банковских активов, оцениваемый коэффициент риска которых составляет 100%. При этом облигации субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, которые зачастую могут быть более рискованными, чем облигации крупных корпораций включены в третью группу с коэффициентом риска 20%.

Нормативные акты Банка России предусматривают менее строгие требования по эмиссии банками векселей по сравнению с требованиями ГК РФ к выпуску корпоративных облигаций. Согласно требованиям Банка России объем вексельной задолженности банков не может превышать размера собственного капитала банков, в то время как согласно ГК РФ объем эмиссии облигаций не должен превышать величины уставного капитала организации. Кроме того, сопоставление размера вексельной задолженности банков, которые наиболее активно выпускают векселя, с данными об их собственном капитале показывают, что данный норматив не достаточно строго контролируется Банком России.

Развитие корпоративных облигаций требует совершенствования законодательства, регулирующего порядок и структуру инвестиций **пенсионных резервов** негосударственных пенсионных фондов и Пенсионного фонда Российской Федерации, которые могут занимать более активное место среди инвесторов, вкладывающих долгосрочные средства в рынок корпоративных облигаций.

В частности, в действующих Требованиях к составу и структуре пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов, утвержденных приказом Инспекции негосударственных пенсионных фондов при Минтруде России от 10 января 2002 г. №1, устанавливаются более льготные требования к инвестициям пенсионных резервов негосударственных пенсионных фондов в векселя по сравнению с корпоративными облигациями. Если в векселя НПФ не может размещать более 50% стоимости размещенных пенсионных резервов, то в отношении корпоративных облигаций аналогичная квота в размере до 50% стоимости размещенных пенсионных резервов действует в общей совокупности с акциями (то есть, если НПФ уже имеет около 30 процентов пенсионных резервов в акциях, то доля корпоративных облигаций не должна превышать 20%).

Представляется, что требования к инвестициям в корпоративные облигации для НПФ не должны быть хуже условий для инвестирования пенсионных резервов НПФ в векселя. Кроме того, указанные ограничения в отношении векселей не всегда соблюдаются на практике, что ставит вопрос о повышении эффективности правоприменительной функции регулирующих органов в сфере деятельности НПФ. Например, по данным, приводимым в журнале «Коммерсантъ - Деньги» от 17 апреля 2002 г. № 14 в среднем доля инвестиций НПФ в векселя и иные неэмиссионные ценные бумаги составляет 16,5%. При этом у 10 фондов доля инвестиций в векселя и другие неэмиссионные ценные бумаги составляла от 10 до 64,4%.

Актуальным является вопрос об инвестировании пенсионных резервов Пенсионного фонда Российской Федерации, предназначенных для накопительной части трудовой пенсии, в корпоративные облигации. В настоящее время в Государственной Думе к второму чтению готовится проект Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации», в котором предусматривается возможность инвестирования указанных средств в различные ценные бумаги, включая корпоративные облигации. Однако вопрос о том, вступит ли в силу указанный закон с 1 января 2003 года пока остается открытым, несмотря на то, что средства единого социального налога в размере 2% от величины фонда оплаты труда с 1 января 2002 года уже начали поступать в ПФ РФ. К сожалению, эти средства, которые по оценкам

экспертов в 2001 году составят 35-38 млрд. рублей<sup>5</sup>, на основании Временных правил размещения средств страховых взносов в Пенсионный фонд Российской Федерации, поступивших на накопительную часть трудовой пенсии, утвержденных постановлением Правительства Российской Федерации от 18 марта 2002 г. № 165, используются исключительно для приобретения государственных ценных бумаг Российской Федерации. При этом вторичный рынок указанных ценных бумаг практически отсутствует, указанные ценные бумаги не имеют достаточной ликвидности, а доходность инвестиций в них составляет немногим более 17% годовых.

Несмотря на привлекательность корпоративных облигаций как инструмента вложений, пока они не получили значительного распространения у большинства **паевых инвестиционных фондов**. Основная причина этого, по мнению аналитиков, связана с низкой ликвидностью большинства выпусков корпоративных облигаций по сравнению с рынком акций.

По данным различных источников в США, где наиболее развит рынок корпоративных облигаций, доля инвестиционных и пенсионных фондов в структуре держателей корпоративных облигаций составляет 25-30%<sup>6</sup>, в то время, как было показано выше, на российском рынке доля инвестиционных, негосударственных пенсионных фондов и страховщиков в структуре источников финансирования облигаций составляет около 10% . Указанные данные показывают, что за счет роста доли инвестиций в корпоративные облигации со стороны ПИФов и НПФ сумма дополнительного денежного спроса на корпоративные облигации может увеличиться до 10 млрд. рублей в год.

С вступлением в силу Федерального закона от 29 ноября 2001 года № 156-ФЗ «Об инвестиционных фондах» активность паевых инвестиционных фондов на рынке корпоративных облигаций может усилиться. Это в свою очередь может привести к возникновению спроса на новые правовые акты, регламентирующие деятельность паевых инвестиционных фондов, активы которых сформированы за счет корпоративных облигаций. В частности, существенное увеличение инвестиций паевых инвестиционных фондов в корпоративные облигации возможно обеспечить за счет создания паевых инвестиционных фондов, активы которых формируются за счет облигаций, входящих в расчет фондового индекса, отражающего доходность инвестиций в корпоративные облигации, одновременно с выводом инвестиционных паев таких фондов на биржевой рынок. Это в свою очередь предьявляет дополнительный спрос на совершенствование нормативных правовых актов ФКЦБ России, регламентирующих порядок обращения инвестиционных паев паевых инвестиционных фондов.

***Вывод.** Позитивные изменения, которые в настоящее время происходят в сфере экономики, сбережений и инвестиций, создают объективные предпосылки для ускоренного развития рынка корпоративных облигаций, который в отличие от рынка ГКО-ОФЗ развивается во многом на основе саморегулирования исходя их потребностей и возможностей реального сектора экономики. Вместе с тем, развитие рынка корпоративных облигаций обнаруживает серьезные проблемы, связанные с несовершенством действующего законодательства и ведомственных нормативных актов, порождая спрос на совершенствование норм правового регулирования.*

---

<sup>5</sup> Невинная И. «Кому бежать за пенсией?». «Российская газета», 9 апреля 2002 г.

<sup>6</sup> См., например, данные, приводимые в опубликованной на сайте [www.cbons.ru](http://www.cbons.ru) статье Лялина С.В. «Корпоративные облигации как финансовый инструмент для коллективных инвестиций», а также статью Сачина Д.В. «Корпоративные облигации – взгляд управляющего ПИФ».

Далее рассмотрим вопрос о том, какие изменения происходят в сфере правового регулирования фондового рынка и насколько эти изменения соответствуют потребностям развития рынка корпоративных облигаций.

### **III. Действующая правовая база рынка корпоративных облигаций и этапы ее развития (предложение в сфере правового регулирования)**

В развитии правовой базы рынка корпоративных облигаций выделим два периода:

- начиная с середины 90-х годов по конец 2001 года - формирование правовой среды, обеспечившей становление рынка корпоративных облигаций;
- начиная с 2001 года по настоящее время – изменение правовой базы в соответствии с практическими потребностями рынка корпоративных облигаций и проблемами, обнаружившимися в процессе эмиссии и обращения облигаций.

#### *1. Формирование правовой среды, обеспечившей становление рынка корпоративных облигаций*

К середине 90-х годов в России сформировалась правовая среда, в рамках которой регулировались эмиссия и обращение корпоративных облигаций. Наличие указанной правовой среды, а также благоприятные после краха рынка ГКО-ОФЗ в 1998 году экономические предпосылки послужили главными причинами бурного роста рынка корпоративных облигаций, начиная с середины 1999 года.

Основу регулирования рынка корпоративных облигаций составляли следующие правовые акты:

- части первая и вторая Гражданского кодекса Российской Федерации, утвержденный Федеральным законом от 26 января 1996 г. № 15-ФЗ;
- Федеральный закон от 22 апреля 1996 года «О рынке ценных бумаг»;
- Федеральный закон от 5 мая 1999 года № 46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг»;
- Стандарты эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденные постановлением ФКЦБ России от 17 сентября 1996 года №19.

В статье 816 части второй ГК РФ и в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» было определено понятие облигации как эмиссионной ценной бумаги, закрепляющей право ее держателя на получение от эмитента облигации в предусмотренный ею срок ее номинальной стоимости и зафиксированного в ней процента от этой стоимости или иного имущественного эквивалента. Было предусмотрено, что облигация может предусматривать иные имущественные права ее держателя, если это не противоречит законодательству Российской Федерации.

Кроме того, ГК РФ были установлены основные ограничения для эмитентов при выпуске облигаций. Было разрешено выпускать облигации в размере, не превышающем уставной капитал акционерного общества или сумму обеспечения третьих лиц. Облигации могли быть обеспечены конкретным имуществом или представлять собой общее право требования (необеспеченные облигации). При этом необеспеченные облигации могли выпускаться не ранее 3 года после учреждения акционерного общества.

Вступление в силу в 1996 году законодательства о рынке ценных бумаг имело весьма позитивное значение с точки зрения перспективы развития российского фондового рынка.

Были введены единые требования к выпуску корпоративных облигаций независимо от их эмитентов, что потребовало, в частности, приведения в соответствие с указанными нормами условий выпуска и обращения облигаций РАО «ВСМ». Была учреждена ФКЦБ России как орган исполнительной власти, ответственный за регулирование российского фондового рынка. Именно его отделение по Санкт-Петербургу отказало в регистрации отчета об итогах эмиссии облигаций РАО ВСМ седьмого выпуска, что во многом помогло предотвратить увеличение потерь владельцев облигаций данного эмитента. Еще более важным было то, что многие положения, касающиеся эмиссии и обращения облигаций были выведены за пределы ведомственного нормотворчества и стали регулироваться законом, правоприменение которого обеспечивалось не только регулирующими органами, но и судебной системой.

В ФЗ «О рынке ценных бумаг» устанавливался порядок эмиссии ценных бумаг, включая корпоративные облигации, требования по государственной регистрации выпусков ценных бумаг и их проспектов эмиссии, порядок раскрытия информации о ценных бумагах и их эмитентах, а также введены требования к деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг, осуществляющих деятельность на рынке корпоративных облигаций.

В соответствии с ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» были установлены дополнительные требования по предоставлению информации инвесторам на рынке ценных бумаг и введены меры административной ответственности эмитентов и их должностных лиц за нарушения требований законодательства при размещении и обращении ценных бумаг, включая корпоративные облигации. К сожалению, ряд положений указанного закона, например, запрет на совершение сделок с ценными бумагами до регистрации отчета об их выпуске, оказались недостаточно проработанными, что негативно повлияло на условия выпуска краткосрочных корпоративных облигаций. Указанная норма существенно усложнила процесс размещения корпоративных облигаций, выпускаемых траншами в пределах одного выпуска ценных бумаг, поскольку запрещала совершать операции со всеми траншами облигаций до регистрации отчета об итогах всего их выпуска. На момент написания указанного федерального закона рынок корпоративных облигаций в России практически отсутствовал и предвидеть то, что данная норма закона будет негативно влиять на выпуск рыночных корпоративных облигаций было весьма сложно.

На основании ФЗ «О рынке ценных бумаг» постановлением ФКЦБ России от 17 сентября 1996 года №19 были утверждены Стандарты эмиссии акций и корпоративных облигаций. Также из-за отсутствия рынка облигаций на тот момент времени утвержденный ФКЦБ России порядок эмиссии облигаций практически не отличался от порядке эмиссии акций. Основные требования, устанавливаемые к эмиссии корпоративных облигаций в указанном постановлении ФКЦБ России можно свести к следующим моментам.

1) Все выпуски эмиссионных ценных бумаг, в том числе и облигаций, подлежали обязательной государственной регистрации. Размещение, обращение, реклама ценных бумаг, не прошедших государственную регистрацию, не допускалась.

2) Законодательством и нормативными правовыми актами ФКЦБ России не предусматривалось каких-либо ограничений на существенные параметры выпусков корпоративных облигаций (сроки обращения, размеры купонного дохода, купонный период, наличие и форма обеспечения обязательств эмитента по облигациям, индексация номинальной стоимости), что можно оценивать как положительный фактор для начального этапа развития рынка корпоративных облигаций.

3) Не накладывалось каких-либо ограничений на круг инвесторов, которые вправе приобретать корпоративные облигации.

4) Срок государственной регистрации выпуска облигаций с момента подачи документов на регистрацию был установлен не более 30 дней, при этом по обычным (неконвертируемым) облигациям этот срок должен был составлять до 15 дней. Это

положение в последующем позволило эмитентам оперативно регистрировать выпуски корпоративных облигаций, хотя и не снимало полностью сложностей при регистрации траншей облигаций и долгосрочных программ заимствования.

5) Основания отказа в государственной регистрации были сформулированы весьма не четко, что давало возможность их субъективной трактовки со стороны регистрирующих органов. Однако за все время действия указанных стандартов случаев отказов в государственной регистрации ценных бумаг было мало.

6) Предусматривался значительный объем информации, которую эмитент обязывался раскрывать при регистрации выпуска облигаций и проспекта их эмиссии, при этом фактически не осуществлялось какой-либо проверки данной информации. В целом требования по раскрытию информации были высоки, но не чрезмерны, и не создавали серьезных препятствий при эмиссии корпоративных облигаций.

7) Были введены понятия размещения ценных бумаг по открытой подписке и по закрытой подписке. Однако само по себе такое разграничение практически не влияло на требования по раскрытию информации при эмиссии облигаций.

Параллельно с развитием государственного регулирования рынка корпоративных облигаций развивались институты саморегулирования фондового рынка, прежде всего, в лице бирж, расчетных депозитариев и расчетных банковских организаций. Не случайно рынок корпоративных облигаций в России с самого начала развивался преимущественно как биржевой рынок. При допуске корпоративных облигаций к обращению на биржах правилами листинга устанавливались требования по финансовому положению эмитентов корпоративных облигаций, состав и порядок раскрытия информации о финансово-экономическом положении эмитентов и о выпускаемых ими облигациях. Порядок совершения сделок, расчетов, удостоверения прав собственности на корпоративные облигации, а также выплаты купонных доходов и погашения основной суммы долга по облигациям также устанавливаются правилами биржи, расчетных банков, расчетных и головных депозитариев по выпуску корпоративных облигаций.

*Таким образом, сформировавшаяся во второй половине 90-х годов нормативная база и по регулированию рынка корпоративных облигаций позволила без особых препятствий сформироваться рынку корпоративных облигаций. Вместе с тем, в процессе функционирования этого сегмента финансового рынка выявились основные проблемы действующей правовой базы, препятствующие развитию рынка корпоративных облигаций. Перечень этих проблем был изложен в части II настоящего материала. В данном случае рассмотрим лишь то, насколько полно учтены эти проблемы в законодательстве и новых нормативных правовых актах ФКЦБ России, вступивших в силу начиная с 2002 года, и как планируется решать часть из перечисленных проблем в проекте поправок в ФЗ «О рынке ценных бумаг» и некоторые другие законопроекты.*

## *2. Изменения правовой базы в соответствии с практическими потребностями рынка корпоративных облигаций начиная с 2002 года*

### Совершенствование налогового законодательства.

С 1 января 2002 года вступили в силу главы 23 и 25 части второй Налогового кодекса Российской Федерации. В соответствии с указанными изменениями был существенно снижен уровень налогообложения доходов физических и юридических лиц, в том числе с доходов, получаемых в виде процентов по корпоративным облигациям. В



частности, предельная ставка налога на доходы физических лиц была снижена с 33 % до 13%, предельная ставка налога на прибыль юридических лиц – с 34 до 24%.

В целом принятые меры благоприятно отразились на рынке корпоративных облигаций. Прежде всего, увеличились доходы физических и юридических лиц, которые они могут направлять на цели инвестирования, в том числе на рынке корпоративных облигаций. Увеличилась доходность вложений в корпоративные облигации для данных групп инвесторов.

Вместе с тем, изменения, внесенные в налоговое законодательство не устранили разницу в уровне налогообложения доходов по корпоративным облигациям по сравнению с государственными и муниципальными ценными бумагами. Более того, если ранее доходы по корпоративным облигациям и по субфедеральным облигациям облагались примерно одинаково, то в процессе реализации налоговой реформы облигации, выпускаемые субъектами Российской Федерации и органами местного самоуправления получили заметные преференции по сравнению с корпоративными облигациями.

Не решила налоговая реформа вопрос о введении единой ставки налогообложения доходов от инвестирования капитала. Уровень налогообложения физических и юридических лиц по доходам, получаемым в виде процентов по облигациям, остается дифференцированным.

Множество неопределенностей возникло в механизме взимания налога на доходы в виде процентов по корпоративным облигациям. К сожалению, при принятии части второй НК РФ законодатели не согласились с предложениями о том, чтобы налог на проценты по облигациям взимался бы у источника по аналогии с государственными ценными бумагами.

В отношении проблемы взимания налога на операции с ценными бумагами законодатель отказался идти на какие-либо компромиссы для корпоративных облигаций, несмотря на то, что в бюджетном послании Президента Российской Федерации в 2000 году перед Правительством Российской Федерации была поставлена задача отмены налога на операции с ценными бумагами. В течение 2001 года от взимания налога на операции с ценными бумагами были освобождены выпуски государственных ценных бумаг Российской Федерации, выпуски облигаций Банка России, выпуски облигаций Субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления. Учитывая, что 90% всех выпусков акций являются техническими эмиссиями, не сопровождающимися привлечением реального капитала, практически полное бремя уплаты данного налога в бюджет было возложено исключительно на выпуски корпоративных облигаций. Тем самым Правительство и законодательные органы указали свои четкие ориентиры на финансовом рынке, предусматривающие сохранение приоритетности заимствований в форме государственных ценных бумаг и облигаций банка России по сравнению с частными заимствованиями.

К счастью, опыт функционирования российского финансового рынка в 2001-2002 годах показывает, что такие сами по себе налоговые преференции уже не могут обеспечить приоритетное развитие рынка государственных и субфедеральных ценных бумаг по сравнению с рынком корпоративных облигаций. Однако можно с уверенностью сказать, что сохранение налога на операции с ценными бумагами оказало сдерживающее влияние на развитие рынка корпоративных облигаций, прежде всего, краткосрочных, рыночных заимствований.

В настоящее время Правительство Российской Федерации добивается в Государственной Думе при обсуждении проекта главы 26 «Государственная пошлина» части второй НК РФ трансформации налога на операции с ценными бумагами в форму государственной пошлины со снижением ставки указанного налога до 0,2 % от номинальной стоимости выпуска, но не менее 10 тыс. рублей и не более 10 млн. рублей.

## Стандарты эмиссии корпоративных облигаций.

25 декабря 2001 года Минюст зарегистрировал постановление ФКЦБ России от 19 октября 2001 года № 27 «Об утверждении Стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии», которым были утверждены Стандарты эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии (далее по тексту – Стандарты).

Порядок принятия и вступления в силу Стандартов подвергся обоснованной критике участников рынка, задержав на несколько месяцев принятие решений о выпуске корпоративных облигаций рядом крупных эмитентов. У эмитентов и их финансовых консультантов, работавших над новыми выпусками облигаций, не было достаточного времени для того, чтобы приспособиться к новым требованиям ФКЦБ России по государственной регистрации выпусков облигаций и проспектов их эмиссий. Официальный текст Стандартов был опубликован в «Российской газете» 31 декабря 2001 г., с 10 января 2002 г. ФКЦБ России стала принимать документы на регистрацию выпусков корпоративных документов согласно новым требованиям. В этих условиях ряд эмитентов, органы управления которых приняли решение о выпуске облигаций в конце 2001 года, были вынуждены ждать момента вступления в силу новых Стандартов, чтобы не переутверждать ранее принятые решения и документы, необходимые для представления в ФКЦБ России.

Тем не менее, в Стандарты вошли многие нормы, которые в перспективе могут оказать позитивное влияние на рынок корпоративных облигаций, в составе которых остановимся на следующих положениях.

1) Введены требования по дополнительному раскрытию информации в проспектах эмиссии облигаций, в частности, информации о кредитной истории эмитента, анализу его кредитоспособности и кредитного риска, расчету наиболее значимых финансовых коэффициентов, а также планируемых направлений использования заемных средств.

2) В разделе 13 Стандартов введено понятие единой программы эмиссии облигаций, что в перспективе может помочь установить упрощенную процедуру регистрации выпусков корпоративных облигаций, объединенных в рамках одной инвестиционной программы. К сожалению, в Стандартах не удалось установить упрощенную процедуру регистрации выпусков корпоративных облигаций. Количество документов, которые необходимо представить эмитенту при регистрации указанной программы и отдельных выпусков согласно требованиям Стандартов не сократилось, а увеличилось. В этих условиях для большинства эмитентов, которые на практике реализуют данные программы остается необходимым использовать прежнюю схему действий, предусматривающую представление на государственную регистрацию одновременно нескольких выпусков корпоративных облигаций со всем объемом однотипных и дублирующих друг друга документов.

3) Согласно п. 4.13 Стандартов были установлены более строгие требования к фиксации размера или формулы расчета купонных доходов по облигациям. Введен запрет на изменение указанных параметров в зависимости от желания эмитента.

4) Согласно пункту 2.6. Стандартов введены нормы, предусматривающие возможность осуществления новации долга. Этот механизм эмитенты могут использовать в случае своей неплатежеспособности по обязательствам, предусмотренными условиями выпуска облигаций.

5) В соответствии с пунктом 7.7. с 30 до 15 дней сокращены предельные сроки государственной регистрации выпусков облигаций, оплата которых при размещении, выплата номинальной стоимости при погашении и процентов осуществляются денежными средствами.

6) Согласно пункту 4.14. Стандартов предусмотрена возможность досрочного погашения эмитентом облигаций без права их последующего выпуска в обращение, а пунктом 4.15 Стандартов предусматривается возможность приобретение эмитентом

облигаций по соглашению с их владельцем с возможностью их дальнейшего обращения до истечения срока погашения облигаций (т.е. досрочного выкупа облигаций их эмитентом). Указанные положения Стандартов, в особенности положение о возможности досрочного выкупа облигаций имеют чрезвычайно важное позитивное значение для развития ликвидного вторичного рынка корпоративных облигаций. В данном случае Стандартами была легализована практика, применяемая большинством эмитентов корпоративных облигаций по досрочному выкупу выпусков облигаций через механизм публичной оферты.

7) Согласно пункту 5.3. Стандартов введен порядок заверения проспектов эмиссии облигаций аудиторами эмитента, лицом, предоставившим обеспечение для целей выпуска облигаций, а также посредником или иным профессиональным участником рынка ценных бумаг, принимающими на себя ответственность, вытекающую из подписания им проспекта эмиссии. В проектах поправок в ФЗ «О рынке ценных бумаг», который был одобрен в Государственной Думе во втором чтении, в последующем планируется ввести целый институт регулирования деятельности финансовых консультантов и определить меру их имущественной ответственности за правильность и достоверность информации, содержащейся в проспектах эмиссии. В целом эта мера направлена на повышение ответственности разных лиц за достоверность информации, содержащейся в проспектах эмиссии, что имеет позитивное значение для рынка облигаций и защиты прав инвесторов.

В целом с точки зрения облегчения процедуры эмиссии и обращения корпоративных облигаций Стандарты оставляют противоречивое впечатление. С одной стороны, как было показано выше, они предусмотрели множество норм и механизмов, которые могут оказать позитивное воздействие на развитие рынка корпоративных облигаций и его ликвидность. С другой стороны важнейшие проблемы, такие как введение реально работающего механизма долгосрочных заимствований, устранение сложностей и ограничения при выпуске краткосрочных облигаций, введение ясной и справедливой процедуры расчетов с кредиторами в случае дефолтов по корпоративным облигациям так и не были решены.

#### Введение уголовной ответственности за злоупотребления при эмиссии ценных бумаг и уклонение от предоставления информации о ценных бумагах, предоставление неполной или ложной информации.

В соответствии с Федеральным законом от 4 марта 2002 года № 23-ФЗ были внесены изменения в Уголовный кодекс РФ в части усиления уголовной ответственности за преступления на рынке ценных бумаг, вступившие в силу с 6 марта 2002 г.

В соответствии со статьями 185 и 185 (прим.) УК РФ была введена уголовная ответственность за злоупотребления при эмиссии ценных бумаг и за злостное уклонение от предоставления инвестору или контролирующему органу информации, определенной законодательством Российской Федерации о ценных бумагах. Таким образом, контролирующие и правоохранительные органы получили действенные рычаги воздействия на должностных лиц эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и иных организаций, нарушающих требования законодательства о ценных бумагах при эмиссии ценных бумаг и раскрытии информации об эмитенте и ценных бумагах инвесторам и контролирующим органам.

#### Законодательство об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации.

До принятия Федерального закона «Об инвестировании средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии в Российской Федерации», который

вступит в силу не ранее 1 января 2003 года, в 2001-2002 гг. Правительство Российской Федерации приняло ряд постановлений, определивших порядок инвестирования средств для финансирования накопительной части трудовой пенсии, поступающих в Пенсионный фонд Российской Федерации в 2002 году. К сожалению, все указанные средства решено инвестировать в государственные ценные бумаги Российской Федерации, их использование для приобретения корпоративных облигаций в 2002 году не предусматривается.

Законодательство о банках и банковской деятельности, деятельности НПФ и страховых организаций.

В сфере законодательства о банках и банковской деятельности, правового регулирования деятельности негосударственных пенсионных фондов и страховых организаций заметных изменений за последнее время не произошло. В этой сфере пока вряд ли стоит ожидать каких-либо мер, повышающих заинтересованность указанных организаций в участии на рынке корпоративных облигаций.

Проект федерального закона «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг»

Существенное влияние на развитие рынка корпоративных облигаций может оказать принятие поправок в ФЗ «О рынке ценных бумаг». Соответствующий законопроект в настоящее время утвержден в двух чтениях в Государственной Думе.

Основные положения данного законопроекта, касающиеся корпоративных облигаций, можно свести к следующему перечню.

1) Предполагается выделить особую категорию профессиональных участников рынка ценных бумаг – финансовых консультантов, в качестве которых признавать брокеров и дилеров, оказывающих эмитенту услуги по подготовке проспекта эмиссии ценных бумаг, а в случаях, предусмотренных договором с эмитентами, услуги по организации размещения ценных бумаг. Финансовые консультанты должны будут проходить аккредитацию в ФКЦБ России, под которой понимается «официальное признание и регистрация» указанного лица федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг «путем внесения брокера и/или дилера в реестр финансовых консультантов на рынке ценных бумаг».

Финансовые консультанты должны будут подписывать проспекты эмиссии и нести солидарную с эмитентом ответственность за полноту и достоверность раскрываемой в проспектах эмиссии облигаций информации. При этом для повышения заинтересованности эмитентов в использовании услуг финансовых консультантов законопроектом предусматривается сокращение сроков государственной регистрации выпусков ценных бумаг и проспектов эмиссии, составленных с участием финансовых консультантов, с 30 дней до двух недель.

Введение дополнительных требований к лицам, оказывающим услуги в качестве финансовых консультантов, и повышению их ответственности за достоверность и полноту информации, содержащейся в проспектах эмиссии, позволит сделать рынок корпоративных облигаций более прозрачным, будет способствовать повышению уровня защиты прав инвесторов и росту профессионализма финансовых посредников, оказывающих соответствующие услуги на фондовом рынке.

В тоже время, учитывая, что в законопроекте не установлен порядок аккредитации финансовых консультантов и требования к их деятельности, могут возникнуть определенные опасения, что нормы закона могут использоваться в качестве неоправданного барьера на рынке соответствующих услуг. Опыт других стран показывает, что деятельность финансовых и инвестиционных консультантов подлежит специальному регулированию.

Однако эту функцию, как правило, осуществляют саморегулируемые организации. Кроме того, в других странах, например, в США действуют специальные законы, регулирующие деятельность консультантов на финансовом рынке.

2) В проекте федерального закона повышаются требования к обеспеченности выпусков корпоративных облигаций. Решение о выпуске корпоративных облигаций должно будет подписываться лицом, предоставляющим обеспечение, которое в данном случае будет становиться стороной по договору между эмитентом облигаций и их владельцем. При этом обеспеченная облигация будет предоставлять ее владельцу права требования к лицу, предоставившему обеспечение.

Кроме того, законопроект предусматривает введение отдельной статьи в ФЗ «О рынке ценных бумаг», посвященной особенностям эмиссии и обращения облигаций с обеспечением. При этом облигациями с обеспечением признаются облигации, исполнение обязательств по которым обеспечивается залогом, поручительством, банковской гарантией, государственной или муниципальной гарантией.

3) Существенно повышается ответственность различных лиц, привлекаемых к составлению проспекта эмиссии ценных бумаг. Помимо финансового консультанта и лица, предоставляющего обеспечение, проспект эмиссии ценных бумаг должен быть подписан лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа эмитента, его главным бухгалтером, аудитором и независимым оценщиком. При этом Лица, подписавшие проспект ценных бумаг, при наличии их вины, несут солидарно между собой субсидиарную с эмитентом ответственность за ущерб, причиненный владельцу ценных бумаг вследствие содержащейся в проспекте недостоверной, неполной и/или вводящей в заблуждение инвестора информации.

4) Планируется повысить требования к полноте информации, отражаемой в проспекте ценных бумаг. В частности, в проспекте эмитент должен будет отражать за 5-летний период информацию о показателях финансово-экономической деятельности эмитента, его рыночной капитализации и обязательствах, целях эмиссии и направлениях использования средств, полученных в результате размещения ценных бумаг. В обязательном порядке предполагается требовать с эмитентов «консолидированную бухгалтерскую отчетность эмитента в соответствии с требованиями международных стандартов за три последних завершаемых финансовых года...», а также сведения о кредитных рейтингах эмитента и их изменении за пять последних завершаемых финансовых лет, либо за каждый завершаемый финансовый год, если эмитент осуществляет свою деятельность менее 5 лет.

***Вывод.** Формирование и развитие рынка корпоративных облигаций в свою очередь вызвало всплеск активности законодательных и исполнительных органов власти по совершенствованию нормативной базы, регуливающей порядок эмиссии и обращения корпоративных облигаций и иных ценных бумаг. Вступившие в силу нормативные правовые акты и разрабатываемые ныне законопроекты ориентируются на повышение ответственности различных лиц за полноту и достоверность информации при выпуске корпоративных облигаций, а также обеспечение прав инвесторов. Однако в полной мере спрос на правовые нормы в сфере рынка корпоративных облигаций не удовлетворяется.*

#### **IV. Краткие выводы о соотношении спроса и предложения на правовое регулирование в сфере рынка корпоративных облигаций**

Анализ, проведенный в частях II и III настоящей работы в части развития рынка корпоративных облигаций, совершенствования законодательства в сфере эмиссии и

обращения корпоративных облигаций, а также налогообложения, позволяет сделать следующие выводы.

1. С середины 90-х годов на российском фондовом рынке наблюдается активное взаимодействие спроса и предложения на механизмы регулирования рынка корпоративных облигаций. Существенным преимуществом корпоративных облигаций перед альтернативными финансовыми инструментами при заимствовании предприятиями средств на фондовом рынке является более высокий уровень прозрачности и управляемости рынка корпоративных облигаций, наличие развитой правовой базы, регламентирующей отношения при эмиссии и обращении эмиссионных ценных бумаг, а также органа исполнительной власти, ответственного за регулирование и надзор на этом сегменте фондового рынка.

Формирование законодательной базы регулирования рынка ценных бумаг обеспечило после кризиса рынка ГКО-ОФЗ необходимые предпосылки для создания организованного рынка корпоративных облигаций и перетока финансовых ресурсов с рынка государственных ценных бумаг на рынок корпоративных заимствований. В свою очередь развитие рынка корпоративных облигаций стало предъявлять новые требования по совершенствованию законодательства о ценных бумагах и налогового законодательства в части упрощения порядка выпуска корпоративных облигаций и приведения условий налогообложения при эмиссии и обращении корпоративных облигаций в соответствии с условиями налогообложения по альтернативным финансовым инструментам.

2. Неудачный эксперимент с выпуском корпоративных облигаций РАО «ВСМ» в 1994-1999 годах показал, что попытки создания эксклюзивных условий для отдельных эмитентов на рынке корпоративных облигаций обречены на провал. На этом сегменте рынка необходимо обеспечить равные условия деятельности эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, повышать их ответственность перед инвесторами, поддерживать высокую степень прозрачности информации об эмитенте и выпускаемых им ценных бумагах, наладить действенный механизм правоприменения законов и нормативных требований регулирующего органа.

3. Опыт функционирования рынка корпоративных облигаций в 1999-201 годах позволил выявить недостатки и пробелы в законодательстве, действующем в сфере рынка корпоративных облигаций. Основными препятствиями для развития рынка корпоративных облигаций в настоящее время являются неурегулированность проблем налогообложения доходов владельцев корпоративных облигаций и размеров эмиссий корпоративных облигаций, сложности процедуры выпуска корпоративных облигаций, прежде всего краткосрочных, наличие искусственных ограничений объемов эмиссии облигаций, ограничения для различных категорий инвесторов при приобретении ими корпоративных облигаций, отсутствие законодательства, регулирующего отношения кредиторов и заемщиков при дефолтах по корпоративным обязательствам.

Преодоление указанных проблем требует внесения изменений в федеральные законы и нормативные правовые акты ФКЦБ России.

4. Повышенный спрос на качественные правовые акты и механизм их правоприменения, предъявляемый участниками рынка корпоративных облигаций, способствует активизации усилий органов власти по разработке и принятию правовых актов, регламентирующих различные стороны процесса выпуска и обращения корпоративных облигаций. В 2001-2002 годах были внесены существенные изменения в налоговое законодательство и УК РФ, улучшающие условия налогообложения доходов владельцев корпоративных облигаций и вводящие уголовную ответственность должностных лиц за

нарушения, допускаемые при размещении ценных бумаг и раскрытии информации на фондовом рынке. Вступившая в силу с 2002 года новая версия Стандартов эмиссии облигаций и их проспектов эмиссии, утвержденных ФКЦБ России, учла многие пожелания участников рынка корпоративных облигаций по упрощению процедуры эмиссии ценных бумаг, совершенствованию механизма их обращения, погашения основной суммы долга и выплатам купонных доходов. Позитивное влияние на развитие рынка корпоративных облигаций могут оказать поправки в ФЗ «О рынке ценных бумаг», разработанные ФКЦБ России, при условии их материализации в будущем в виде федерального закона.

5. Вместе с тем, еще рано говорить о достижении точки равновесия между спросом и предложением на соответствующие механизмы правового регулирования рынка корпоративных облигаций. Основной круг проблем, препятствующих развитию рынка корпоративных облигаций, не решается или решается весьма медленно.

Интересы участников рынка и органов власти в сфере рынка корпоративных облигаций часто не совпадают.

Это наглядно проявляется при сопоставлении условий налогообложения и процедуры эмиссии корпоративных облигаций и государственных ценных бумаг. Как было показано в части II настоящих материалов, только за счет налогового фактора стоимость заимствования денежных средств эмитентами корпоративных облигаций удорожается на 2,5-3,0% годовых по сравнению с государственными ценными бумагами. Процедура эмиссии государственных ценных бумаг существенно проще и удобнее для эмитента по сравнению с процедурами эмиссии корпоративных облигаций, особенно их краткосрочных выпусков. Здесь же можно вспомнить, что в соответствии с постановлениями Правительства РФ на ближайший год государственные ценные бумаги были признаны исключительным объектом инвестирования средств Пенсионного фонда РФ, инвестиционный ресурс которого в 2002 году оценивается примерно в 1 млрд. долларов США.

Концентрация, например, у Минфина России функций эмитента и регулятора рынка государственных ценных бумаг, а также официального разработчика от лица Правительства РФ Налогового кодекса РФ в значительной степени позволяет обеспечивать более льготные условия эмиссии и налогообложения государственных ценных бумаг по сравнению с корпоративными облигациями и другими ценными бумагами, выпускаемых организациями.

В то же время в организационном и финансовом отношении не развиты институты, представляющие интересы эмитентов и других участников рынка негосударственных ценных бумаг, способные взять на себя функции цивилизованного и прозрачного лоббирования интересов участников фондового рынка в органах власти.

6. Опыт совершенствования правовой базы, регулирующей рынок корпоративных облигаций, показывает целесообразность совершенствования процесса обсуждения, обоснования и принятия решений, оказывающих существенное влияние на этот сегмент рынка. Например, вынесение для публичного обсуждения через сайт в сети Интернет наиболее концептуальных документов по фондовому рынку с отражением комментариев и предложений, поступающих от участников рынка. Разработка и принятие решений по вопросам развития рынка корпоративных облигаций на основе программного подхода с использованием расчетов экономического эффекта от принимаемых решений и оценкой их влияния на конкурентные позиции российских участников фондового рынка.

Указанные методы и формы разработки и принятия правовых актов весьма активно используются регуляторами фондового рынка в США и Европе. Первые шаги в этом направлении были предприняты ФКЦБ России при подготовке Кодекса корпоративного поведения и некоторых других документов, и можно только пожелать их дальнейшего продолжения.