



**Сергей
КИСЕЛЬ,**

заместитель директора
Департамента
ценных бумаг —
начальник управления
ценных бумаг банков
Национального банка
Республики Беларусь



**Вячеслав
КУРОПАТЕНКОВ,**

начальник отдела
эмиссии ценных бумаг
Департамента
ценных бумаг
Национального банка
Республики Беларусь

Вопросы становления рынка корпоративных облигаций

Одним из традиционных инструментов фондового рынка, широко используемых в мировой финансовой практике для привлечения заемного капитала, являются корпоративные облигации¹.

В качестве примера наиболее развитого и широкого рынка этих ценных бумаг можно привести североамериканский рынок. Так, в США ежегодный объем выпуска корпоративных облигаций составлял около 500—700 млрд долларов.

Особый интерес в части формирования рынка корпоративных облигаций представляет опыт России. Сложившаяся структура корпоративной собственности, закономерности экономического развития и структура инвестиционных рисков способствуют развитию данной долговой формы финансирования в этой стране.

Являясь развивающимся, российский финансовый рынок сегодня активно интегрируется в мировой рынок капитала. Это требует проведения реформ в правовой области и в сфере управления, институциональных преобразований в финансовом секторе экономики, совершенствования рыночной инфраструктуры. Дефицит фондовых инструментов, снижение популярности валютных вложений предопределили выработку субъектами финансового рынка новых инвестиционных стратегий и диверсификацию обращаемых финансовых инструментов.

В числе одного из перспективных сегментов фондового рынка российские эксперты называют рынок корпоративных облигаций. В 2000—2001 годах российский рынок корпоративных облигаций характеризовался высокими темпами развития. За эти два года на

рынок вышли более 40 эмитентов, а суммарный объем размещенных бумаг составил более 45 млрд рублей. Особенно активно он развивался в 2001 году: капитализация возросла более чем на 200%, а оборот рынка — в 43 раза.

В настоящее время наблюдается тенденция перехода от разовых выпусков облигаций к специальным долгосрочным программам их выпуска. Объем размещенных облигационных выпусков сегодня составляет около 25% от объема рынка государственных ценных бумаг. По оценке Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг Российской Федерации, суммарная стоимость корпоративных облигаций, обращаемых в настоящее время на организованном рынке, достигает 2 млрд долларов США. Что касается перспектив развития данного рынка, то, по прогнозам российских аналитиков, к концу 2003 года рынок корпоративных облигаций увеличится в 4—6 раз как по объему привлекаемых средств, так и по количеству эмитентов, при этом капитализация рынка достигнет 4—4,5% ВВП России. Ближайшая задача рынка — повышение емкости за счет расширения спроса со стороны инвесторов. Российские предприятия именно через выпуск корпоративных облигаций планируют в ближайшие годы привлечь основной объем инвестиционных ресурсов на рынке ценных бумаг.

Основными эмитентами корпоративных облигаций в России являются нефтехимические (60% от общего объема эмиссии), металлургические (13%), предприятия пищевой промышленности, а также финансовые, торговые и другие компании, а основными инвесторами — банковские структуры, на

¹ Сравнительные характеристики различных форм заимствований приведены в приложении.

которые приходится до 95% рынка, а также инвестиционные и пенсионные фонды, страховые организации. Данное распределение групп эмитентов и инвесторов связано с различной степенью интегрированности секторов экономики в рыночный хозяйственный механизм.

Помимо факторов макроэкономического характера, влияющих на развитие рынка корпоративных облигаций в Российской Федерации, особенности формирования рассматриваемого рынка обусловлены спецификой облигаций как финансовых инструментов, а также институциональными и правовыми условиями их выпуска и обращения.

Проведя анализ, можно отметить следующие сравнительные преимущества корпоративных облигаций в отношении других инструментов финансового рынка (применительно к российскому финансовому рынку):

- низкая стоимость заемного капитала (доходность корпоративных облигаций на 2—3% ниже, чем ставки по банковским кредитам, и на 4—6% превышает доходность по государственному ценным бумагам);

- отсутствие необходимости внесения залога;

- независимость от банка-кредитора;

- привлечение инвестиций без размытия прав собственности (в отличие от акций);

- отсутствие риска одностороннего изменения условий займа;

- возможность хеджирования риска при приобретении акций;

- формирование публичной кредитной истории и имиджа заемщика.

Кроме того, имеются определенные налоговые преференции, в частности, возможность отнесения эмитентом процентов по облигациям на затраты, а также снижения налоговой базы за счет эмиссионных расходов.

Говоря о корпоративных облигациях на российском финансовом рынке, нельзя не отметить следующие факторы, негативно влияющие на их обращение:

- недостаточную правовую защиту владельцев облигаций;

- высокий налог на регистрацию (0,8% от номинала размещаемых облигаций), который взимается на этапе предоставления доку-

ментов для регистрации выпуска, что является крайне неудобным для эмитента;

- несформировавшуюся рыночную инфраструктуру (отсутствие независимых рейтинговых агентств, оценивающих надежность корпоративных бумаг и их эмитентов);

- длительность процедуры эмиссии (подготовка и регистрация выпуска облигаций занимает до полугода).

Спорным является запрет на торговлю облигациями до окончания периода размещения, лишаящий андеррайтеров возможности поддерживать котировки на вторичном рынке.

В отношении фондового рынка Республики Беларусь приходится констатировать: несмотря на формальную возможность выпуска корпоративных облигаций, последние не используются в хозяйственном обороте. Это связано с рядом как объективных, так и субъективных факторов, которые будут рассмотрены ниже.

В Беларуси выпуск и обращение облигаций коммерческих организаций регулируются рядом законодательных актов, включая Гражданский кодекс, Законы “О ценных бумагах и фондовых биржах”, “Об акционерных обществах, обществах с ограниченной ответственностью и обществах с дополнительной ответственностью”. Так, в соответствии со статьей 5 Закона “О ценных бумагах и фондовых биржах” облигация — это ценная бумага, подтверждающая обязательство эмитента возместить владельцу ценной бумаги ее номинальную стоимость в установленный срок с уплатой фиксированного процента, если иное не предусмотрено условиями выпуска. Этим Законом также установлено, что облигации выпускаются субъектами хозяйствования или другими юридическими лицами под залог имущества с согласия собственника или уполномоченного им органа.

Разработанное на основании указанных законодательных актов Положение о порядке эмиссии и регистрации ценных бумаг на территории Республики Беларусь от 12.02.2002 № 03/П (далее — Положение) устанавливает в отношении эмиссии облигаций следующее:

- номинальная стоимость облигаций выражается в белорусских рублях;

- облигации со сроком обращения до 1 года выпускаются в размере не более 75% стоимости основных и оборотных фондов, со сроком обращения от 1 года до 3 лет — не более 50% и сроком обращения свыше трех лет — не более 25% стоимости основных и оборотных фондов, представляемых в качестве залога на момент принятия решения о выпуске облигаций;

- акционерное общество вправе выпускать облигации на сумму, не превышающую размер уставного фонда, при этом сумма залога должна превышать объем эмиссии облигаций не менее чем на 25% вне зависимости от срока их обращения;

- в объеме залога основные средства должны составлять не менее 70%;

- после государственной регистрации облигаций процент дохода по ним в сторону уменьшения и срок их обращения не могут быть изменены.

Порядок эмиссии облигаций юридического лица, размещаемых путем продажи, включает следующие этапы:

1. Принятие уполномоченным органом эмитента решения о выпуске облигаций, утверждение краткой информации об условиях открытой продажи облигаций и проспекта эмиссии облигаций.
2. Заверение в Комитете по ценным бумагам краткой информации, государственную регистрацию облигаций и регистрацию их проспекта эмиссии.
3. Проведение открытой (закрытой) продажи облигаций.

При проведении закрытой продажи облигаций (ограничение — до 100 лиц) утверждения краткой информации, проспекта эмиссии облигаций и представления их в Комитет по ценным бумагам не требуется.

Текст краткой информации об открытой продаже облигаций публикуется в средствах массовой информации не позднее одного месяца после его заверения. В ходе продажи облигаций могут публиковаться различные материалы рекламного характера, не противоречащие заверенной краткой информации и зарегистрированному проспекту эмиссии. Внесение изменений и (или) дополнений в заверенную и опубликованную краткую информацию, а также в зарегист-

рированный проспект эмиссии допускается только после их заверения и регистрации в Комитете по ценным бумагам с обязательной публикацией в двухнедельный срок изменений и (или) дополнений в краткую информацию, причем в тех средствах массовой информации, где ранее была опубликована эта информация.

Облигации могут быть именными и на предъявителя. Облигации на предъявителя выпускаются только в виде отпечатанных на бумаге бланков, изготовление которых осуществляется в соответствии с требованиями законодательства.

Наряду с вышеуказанными нормативными правовыми актами эмиссия облигаций коммерческих организаций регулируется также Положением о порядке выпуска, размещения, обращения и погашения облигаций без обеспечения залогом для финансирования инвестиционных проектов от 26.12.2001 № 45/П. Условием, при котором действует это положение, является согласие собственника или уполномоченного им органа на выпуск облигаций без залога. В соответствии с п.4 этого документа право на эмиссию облигаций эмитент приобретает в следующих случаях: при наличии инвестиционного проекта, согласованного с Министерством экономики Республики Беларусь; при наличии не менее одного гаранта — банка Республики Беларусь, имеющего генеральную лицензию Национального банка Республики Беларусь (ответственность за невыполнение обязательств по облигациям несут эмитент и гарант); не менее двух лет подряд безубыточной работы эмитента до года эмиссии облигаций. При этом объем выпуска облигаций со сроком обращения до трех лет не может превышать 80% от размера чистых активов эмитента по балансу на 1 января года проведения эмиссии, со сроком обращения свыше трех лет — не более 50%.

В отношении экономико-финансовых предпосылок эмиссии облигаций отметим следующее.

Исходя из Основных положений по составу затрат, включаемых в себестоимость продукции (работ, услуг), расходы по обслуживанию (плата по процентам) облигаций не включаются в себестоимость продукции (работ, услуг) и

должны уплачиваться эмитентом из нераспределенной прибыли. В отличие от банковского кредита прибыль, направленная на погашение облигационного займа, не уменьшает налогооблагаемую базу предприятия-эмитента.

Порядок налогообложения операций с ценными бумагами установлен Декретом Президента Республики Беларусь от 23.12.1999 № 43 “О налогообложении доходов, полученных в отдельных сферах деятельности”. В соответствии с этим Декретом доходы банков, небанковских кредитно-финансовых учреждений, страховых и перестраховочных организаций, а также доходы иных юридических лиц от операций с ценными бумагами облагаются налогом на доходы. Налог на доходы уплачивается кредитно-финансовыми учреждениями и страховыми организациями по ставке 30%, иными юридическими лицами — по ставке 40%.

Учитывая вышеизложенное, можно сделать вывод, что привлечение средств предприятиями республики посредством эмиссии облигаций экономически малоэффективно, а действующая нормативно-правовая база фактически не способствует эмиссии этих ценных бумаг.

Отметим, что в соответствии с Программой социально-экономического развития Республики Беларусь на 2001—2005 годы общий объем инвестиций в основной капитал должен возрасти по сравнению с 2000 годом в 1,6—1,7 раза. Доля инвестиций в составе ВВП составит в 2005 году 23,5% (в 2000 году — 19,8%). Нельзя не обратить внимание на то, что износ активной части основных фондов на конец 2000 года достиг 72% (в промышленности — превысил 74%) против 39% в 1992 году. Таким образом, решение столь масштабных задач потребует мобилизации всех источников финансовых средств, включая эффективное использование инструментов фондового рынка.

В целях создания благоприятных правовых и экономических условий для реализации проектов выпуска коммерческими организациями республики облигаций, а также унификации законодательства Беларуси и России по ценным бумагам предлагаем следующее.

1. Предоставить возможность эмитентам осуществлять эмис-

сию облигаций как с обеспечением, возврат средств по которым возможен одним из способов, предусмотренных Гражданским и Банковским кодексами Республики Беларусь (поручительство, банковская гарантия, залог), так и без обеспечения. При этом облигации без обеспечения могут выпускаться только в том случае, когда эмитент имеет активы или будет их иметь в результате займа в объеме, достаточном для обслуживания этих ценных бумаг. Данное предложение полностью соответствует общемировой практике функционирования рынков капитала.

2. Относить проценты по обслуживанию облигационных займов на себестоимость, а при исчислении облагаемой налогом прибыли учитывать суммы, направленные эмитентом на погашение облигационного займа. Это позволит белорусским предприятиям оптимизировать расходы по обслуживанию облигаций относительно с другими финансовыми инструментами (например, банковским кредитом). Помимо этого, привлечение предприятиями «длинных» денег посредством облигационных займов для реализации инвестиционных проектов создаст базу их устойчивого развития и эффективного функционирования финансовых потоков и, следовательно, обеспечит дополнительные поступления средств в бюджет.
3. Определить порядок конвертации облигаций в акции, что позволит повысить инвестиционную привлекательность предприятия.
4. Предоставить банкам право на осуществление коммерческой деятельности с облигациями эмитентов, которых они обслуживают. Реализация данного предложения обеспечит активизацию операций банков с облигациями, а также повышение конкуренции на рынке ценных бумаг.
5. Оптимизировать налогообложение доходов по операциям с корпоративными облигациями, обращаемыми на организованном рынке (например, через ОАО “Белорусская валютно-фондовая биржа”). В связи с этим отметим, что размещение

ценных бумаг белорусских эмитентов возможно, как правило, при создании соответствующих условий в части налогообложе-

ния доходов по этим ценным бумагам. Это будет также способствовать реализации программы повышения реального спро-

са экономики на деньги и “вывода из тени” финансовых потоков.

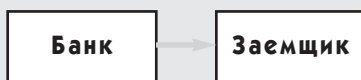
Источники:

1. Программа социально-экономического развития Республики Беларусь на 2001—2005 годы, утвержденная Указом Президента Республики Беларусь от 08.08.2001 № 427. Мн.: Беларусь. 2001.
2. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Годовой отчет за 2001 год. Москва, 2002.
3. Рекомендации по итогам семинара «Перспективы развития инструментов управления корпоративными финансами», прошедшего в Учебном центре Национального банка Республики Беларусь 17—19 декабря 2001 года.
4. Словарь современной экономической теории Макмилана. — М.: ИНФРА-М, 1997.
5. Сервер: <http://www.rbc.ru>.

Приложение

Форма заимствования

Банковский кредит



Заемщики

Юридические и физические лица

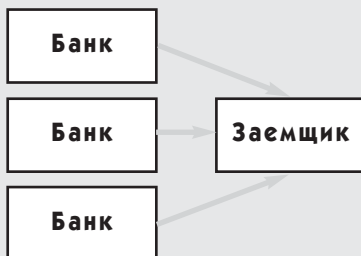
Кредиторы

Кредитные организации, способные самостоятельно мобилизовать значительные ресурсы и оценить степень риска при кредитовании заемщика

Факторы, влияющие на ставки

- Финансовое состояние заемщика
- Обеспечение
- Кредитная история заемщика
- Риск на одного заемщика и кредитора

Синдицированный кредит



Юридические лица, испытывающие потребность в значительных объемах средств

+

Снижение риска на одного заемщика

Облигационный заем



Институциональные инвесторы (кредитные организации, инвестиционные фонды, страховые компании) и индивидуальные инвесторы (предприятия и физические лица)

Андеррайтеры — агенты по размещению облигаций

+

- Возможность диверсификации вложений инвесторами
- Повышенная ликвидность вложений
- Возможность рефинансирования (например, использование облигаций в качестве залога и т.п.)